全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理财学院

像巴菲特一样炒股

BUFFETT

刘杰雄 编著

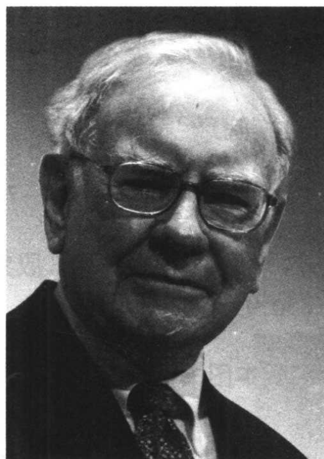


想做一个成功的投资者，你就不能
不认识一个人——沃伦·巴菲特！

中国宇航出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理财学院



BUFFETT

像巴菲特一样炒股

刘杰雄 编著

中国宇航出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

版权所有　侵权必究

图书在版编目(CIP)数据

像巴菲特一样炒股／刘杰雄编著.－北京：中国宇航出版社，2007.6

(理财学院)

ISBN 978-7-80218-267-7

I.像...　II.刘...　III.股票－证券投资－基本知识　IV.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2007）第066903号

责任编辑 汪立波　**责任校对** 田方卿　**装帧设计** 03工舍

出版发行　中国宇航出版社
社址　北京市阜成路8号　邮编　100830
(010)68768548
网址　www.caphbook.com/www.caphbook.com.cn
经销　新华书店
发行部　(010)68371900　(010)88530478(传真)
(010)68768541　(010)68767294(传真)
零售店　读者服务部　北京宇航文苑
(010)68371105　(010)62529336
承印　北京智力达印刷有限公司
版次　2007年6月第1版　2007年7月第2次印刷
规格　787×960　开本　1/16
印张　11　字数　160千字
书号　ISBN 978-7-80218-267-7
定价　20.00元

本书如有印装质量问题，可与发行部联系调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

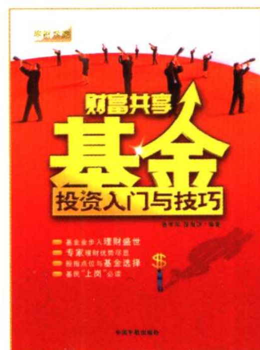
作者简介

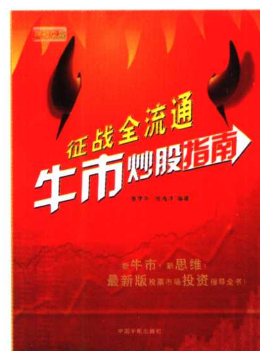


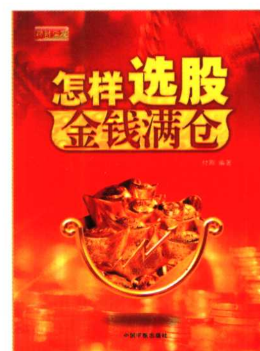
刘杰雄，籍贯中国香港，1984年毕业于香港中文大学，主修哲学，副修经济。1987年获取香港大学教育学文凭，主修政府与经济事务。1990年留学澳大利亚悉尼大学进修法律，1993年获法律学位，同年又在悉尼科技大学取得法律深造文凭，获澳大利亚新南威尔士州注册律师资格。1994年回香港，考取英国及香港律师资格，并在香港执业，处理有关商业、证券等事务。1998年获取香港中文大学财务文凭后深入研究证券投资。2003年被一家香港主板上市公司委任为执行董事、法务总监，处理证券及有关法律事务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理财学院







装帧设计：03工舍
010-68373635

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

“股神”巴菲特的赚钱哲学

沃伦·巴菲特可能是古往今来投资致富者当中最成功的了。他白手起家，在40多年的时间里，在美国及世界投资市场上取得了巨大的成功，成为世界巨富之一。2003年《财富》杂志资料显示，沃伦·巴菲特个人资产达到280亿美元，是世界10位超级富翁之一。2004年《富布斯》杂志全球富豪排行榜显示，沃伦·巴菲特个人资产为429亿美元，坐上全球富人的第二把交椅。

在美国，巴菲特被称为先知，是美国人民心目中的英雄。华尔街流行着一个说法，在美国总统雕像山的对面，另一座山将献给世界上最伟大的投资经理人，山上首先刻上两座雕像，一座是乔治·索罗斯；而另一座，当然是沃伦·巴菲特了。

世界上更多的人称巴菲特为“股神”，人们不断猜测巴菲特成功的秘密。事实上，巴菲特最大的秘密，就是——没有秘密。任何人都可以从格雷厄姆的作品《证券投资》、《聪明的投资者》及巴菲特每年的年报中获得相应的投资知识。证券投资并不复杂，巴菲特曾将其归纳为三点：把股票看成是许多小型公司，把市场波动看成是你的朋友而非敌人（利润有时来自于朋友的愚忠)，购买股票的价格应低于你所能承受的价位。

巴菲特的赚钱哲学也很简单：选定了一家具备良好潜质的企业，并在“相对低”的价位上购买该股票并长期持有它，然后若干年内通过企业分红实现收益，而不是在股价的涨跌瞬间判定选股正确与否。而在赚钱之前，确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“安全边际”应该是“不赔钱”。

尽管掌握这些道理很简单，但很少人能够像巴菲特一样，数十年如一日地坚持下来。巴菲特似乎从不试图通过短期买股票赚钱，他认为，一旦看到市场波动而认为有利可图，投资就变成了投机，没有什么比赌博心理更影响投资的。所以，对巴菲特来说，他的赚钱哲学是投资而非投机。

另外，巴菲特一贯认为，当一个成功的投资者，并不需要超人的智商——投资并非是一个智商为160的人就一定能击败智商为130的人的游戏。巴菲特认为，他的致富之道并非是智商的缘由，最主要的是理智。他把智商、天赋比作发动机的功率，却相信发动机输出的功率大小取决于理性，而成功就是100%地输出自己发动机的功率，最大限度地发挥自己的能力。

巴菲特曾这样阐述他的选股原则：“我从不试图通过股票赚钱。我购买股票是在假设他们次日关闭股市，或在五年之内不再重新开放股市的基础上。”他对华尔街公布的总体走势视而不见，他只关注那些价格低廉、几乎没什么风险的股种，当然它必须有发展潜力，然后巴菲特也不去时时关注走势，他只是一边做其他的事情，一边静候佳音。

这与人们买股票根据专家或者经验人士的分析以及自己观察的走势的做法不同，巴菲特觉得，市场本身的变化不再重要，市场反应是否足够有效也不重要，股价波动导致的风险存在与否也不再重要，惟一重要的是企业经营的能力。1988年，他收购可口可乐公司时，可口可乐是华尔街街备受冷落的“丑小鸭”，股价为10.96美元。但是，巴菲特看到了资产平衡表以外的两项事实：世界最有影响力的品牌，未被开发的巨大的海外市场。果然，如今可口可乐成为世界最畅销的饮料，带来的盈利十分可观。

回观中国市场，其经济活力越来越受到国际的关注，特别是2006年到现在，证券市场的活力在很大程度上受到激发，股市的赚钱效应得到初现，大量的投资者开始进入股市。但是，这并不表明股票市场的风险降低了，对于任何一位投资者来说，了解巴菲特的选股法则和投资策略仍是十分必要的，哪怕是世界首富比尔·盖茨也在研究巴菲特的投资成功之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于投资者来来说，系统地了解和掌握巴菲特的投资心理、选股策略、赚钱哲学是非常重要的。甚至有人说，不认识巴菲特，就别说你是个投资者。本书基于此，收集整理了巴菲特关于投资策略和赚钱哲学的论述，从把握投资心理、认识市场、选股原则、估值方法、组合策略、持有时间六个方面，总结了巴菲特40多年的投资经验；每篇篇首冠以投资大师睿智的格言，结尾有简洁的股市忠告，其中亦不乏生动的案例，相信本书可以成为投资者进行长期投资的一本生动活泼的教科书。

本人也相信，如果投资者能够认真学习一位在40年内取得投资盈利2595倍惊人业绩的投资者的投资策略，像他一样去炒股，那么走向成功的步伐会快很多。所以，为了更富有成效地投资，让我们像巴菲特那样去炒股吧！

刘杰雄

2007年5月于香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第一章 心理——投资不仅仅靠智商 …………………………（1）
一、巴菲特的投资心理学 …………………………（1）
二、学会自律才能成功 …………………………（5）
三、最本质的两条投资经验 …………………………（9）
四、于公司危机时投资 …………………………（12）
五、好股票买得越多越好 …………………………（15）
六、巴菲特的投资原则 …………………………（17）
实例学习：巴菲特投资可口可乐 …………………………（23）

第二章 市场——选股必须是理性的 …………………………（29）
一、认识市场，进行理性投资 …………………………（29）
二、股市波动的永恒规律 …………………………（34）
三、信息的收集和解读 …………………………（41）
四、把握安全边际的机会 …………………………（44）
五、永远做价格合理的生意 …………………………（50）
实例学习：巴菲特投资吉列公司 …………………………（55）

第三章 选股——投资企业的未来 …………………………（62）
一、从企业前途的角度投资 …………………………（62）
二、以超明星企业为首选目标 …………………………（67）
三、寻找长期稳定的产业 …………………………（71）
四、瞄准卓越的“过桥收费”企业 …………………………（77）
五、不宜投资工业产品型的企业 …………………………（80）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、如何看待对科技公司的投资 …………………………………… (84)
七、巴菲特产业分析的失败与教训 ………………………………… (88)
实例学习：巴菲特投资美国运通公司 ……………………………… (92)

第四章　估值——投资的前提、基础和核心 ……………………… (99)
一、确定公司的内在价值 …………………………………………… (99)
二、巴菲特的估值模型 ……………………………………………… (101)
三、现金流量与贴现率的评估 ……………………………………… (106)
四、可靠的现金流量预测 …………………………………………… (109)
实例学习：巴菲特投资政府雇员保险公司 ………………………… (115)

第五章　组合——把鸡蛋放在一个篮子里 ………………………… (122)
一、避免进行分散投资 ……………………………………………… (122)
二、集中投资的操作方法 …………………………………………… (125)
三、选择企业的三要素 ……………………………………………… (131)
四、考察管理者的几个准则 ………………………………………… (134)
五、了解企业财务的四条建议 ……………………………………… (140)
实例学习：巴菲特投资华盛顿邮报公司 …………………………… (144)

第六章　持股——长期持有 ………………………………………… (148)
一、巴菲特眼中的投资期限 ………………………………………… (148)
二、长线投资的收益效果 …………………………………………… (151)
三、规避不易做长线的企业 ………………………………………… (156)
实例学习：巴菲特投资中石油 ……………………………………… (158)

参考文献 …………………………………………………………… (167)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
心理——投资不仅仅靠智商

一、巴菲特的投资心理学

只有设法在别人贪婪的时候保持谨慎，才能在别人都谨小慎微的时候勇往直前。

——沃伦·巴菲特

巴菲特的投资心理学是其获得成功的基础，投资心理在很大程度上影响着人的投机行为。在巴菲特看来，所有投资行为心理学的因素聚集在一起然后反映在一个人身上，就像一块大磁铁将周围的铁质物质都吸附在自己身上一样，就是看这个人对风险的容忍程度。金融投资心理学的概念是抽象的，但在一个人每天作出买卖决策时，这些概念就变得真实而具体起来。而将作出的所有决策贯穿起来的因素，就是对风险的感知程度。

大量的试验均显示，人们在面对失败等负面影响时，需要两倍以上的诸如成功之类的正面影响才能抵消过去。也就是说，人遭受损失时产生的痛苦远远大于获得收益时产生的欢愉。如果在一个胜率只有 50%，而潜在收益低于潜在损失的两倍时，人们通常是不会轻易冒险地去赌的。

人类心理学的一个基本原理是：局势不利比局势有利具有更大的影响力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是所谓的不对称的趋利避害心理。如果将这个原理应用于股市，就意味着投资者损失钱的痛苦程度要比因选择正确而赚钱的兴奋程度大过两倍。这个思维逻辑在宏观经济理论中也是如此。

例如，在经济高速增长时，消费者一般每创造10美元的财富就增加购物6美元，但在经济衰退期，消费者在市场上每损失10美元就减少消费3.5美元。也就是说，损失对消费者的边际消费的影响要大大超过收益。运用到股市上来说，如果一个人在股市上损失了10美元的收益，那就意味着减少消费3.5美元；而若赚了10美元，就会增加6美元的消费。人们对痛苦往往难以忘怀而对快乐总是过后就忘的原因正在于此。

巴菲特认为，对损失的躲避心理反映在投资决策上，会产生巨大的影响。每个人都希望自己作出的决策是正确的，但事实上却是谁都没有把握。于是，人们就宁愿相信自己，为坚持相信自己的看法是正确的，而抓住自认为正确但实际上是错误的选择紧紧不放，总希望有一天会时来运转，让事实证明自己的决策的确是正确的。也就是说，如果不卖掉会产生损失的股票，将永远不会面对失败；但每个人又总想很快就证明自己是正确的。于是，投资股票的人总是会在持有与抛出之间痛苦地犹豫不决。

躲避损失心理是股票投资中的普遍心理，它使投资者过度保守，犹豫不决，最后变成消极地持有。躲避损失心理会产生极其深刻的影响，它会使你毫无道理地抓住明明是亏损的股票不放。没有谁愿意承认自己犯了错。但如果不将错误的股票出手，那你实际上就放弃了你能再次明智投资并获得利润的机会。这种无奈的事情是巴菲特经常告诫人们的一点。

当股价上扬时，投资者大胆地向股市里增加投资；而当市场回落时，他们又将投资调回到有固定收入的证券上。一夜之间，投资者会戏剧性地改变他们的投资组合，卖出股票而买入债券或其他有固定收入的证券。

这种个体投资行为的不断变化，使许多专业人士开始了对风险容忍度的研究。然后，证券代理商、投资咨询顾问、金融规划者们也看到了这种现象。

开始时，投资咨询顾问们认为，分析和量化风险容忍度并不是什么困难的事情。透过面试和答卷的方式，他们就可建立一套投资者的风险档案。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题在于，人的容忍度是基于情感之上的，且随着情况的变化而变化。所有上述构成对资产态度的心理学原理，都可用来测定对风险的反应。当股市大幅下挫时，即使那些在风险档案中非常“胆大妄为”的投资家也变得缩手缩脚起来。而当股价大幅攀升时，不仅是激进的投资者，就连保守的投资者也都增添了新股。

在股票投资心理学中还有一个重要的因素，就是过度自信的问题。人们往往认为，风险承担者是备受人们敬仰的，而投资者也趋向于认为自己也是“有很强的承担风险的能力”，但实际上他们不能。许多投资者的表现就如同心理学家布雷特所描述的那样：“狂想者效应”——只不过是在自我暗示下产生的一种狂想而已。

如何克服“狂想者效应”呢？巴菲特认为，要找出衡量风险容忍度的标准，这个标准要尽可能地解释产生这一现象的原因，并深入到标准分析问答题的表层之下，去探求心理上的深层驱动因素。美国维拉诺娃大学（Villanova University）的贾斯汀·格林与人合作开发了风险分析工具，这种工具不仅强调明显的、直接的风险因素，更强调人的性格因素。在研究了大量的风险容忍度方面的文献后，将重要的人口统计因素与倾向进行抽象化，并综合在一起考虑，从而得到了更加精确的风险容忍测量标准。

研究结果显示，承担风险的倾向与两项人口统计因素有关：年龄与性别。老年人比年轻人更不愿意冒险，妇女比男人更小心谨慎。结果显示出一个有趣的现象；风险似乎与财富的多少没有关系，钱多或钱少对风险的忍耐度也没有太大的影响。

有两项性格特征与风险容忍度密切相关：一是自控能力，二是成就动因。自控能力指的是人们感觉他们自己能在多大程度上影响其生活的环境，以及作出相应生活决策的能力。那些认为自己有控制周边环境能力的人被称之为“内在人”。相反，“外在人”认为自己几乎没有什么控制能力，就像一片树叶被风吹来吹去，无法控制。由此可以看出，具有高度风险承担倾向的人绝对是属于“内在人”一类的。

成就动因可以被描述为人们做事的方向感。巴菲特发现，善于承担风险的人是方向感很强的人，尽管对目标的高度集中可能会导致深深的失望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，掌握你自己的风险承受倾向，还不仅仅意味着像是在自控能力与成就动因之间画一条相关直线那样简单。为了解开性格特征与风险承受之间的真正关系之谜，还需要知道人对风险发生时所处的环境的看法。也就是说，如果你认为股市是最终结果仅仅取决于运气的一场游戏，还是一个偶然的两难推理局面，但精确的资讯和理性的选择相结合将会产生理想的结果。

每个人都需要考虑一下所有这些性格因素是如何共同发挥作用的。如果人们相信市场是由机遇推动的，他们就会躲避风险。但如果他们相信市场结果是技巧的产物，就会产生高度风险承担的倾向。

最后可以得出结论，展示出高度风险忍耐性的投资者是会制定目标的人，他相信自己能够控制环境并最终影响结果，他把股市看作偶然性和必然性共同产生作用的两难推理的场所。在此，资讯和理性的选择相结合就将产生获胜的结果。

巴菲特正是那种相信股市是偶然性和必然性共同作用、但以人的理性为主导的场所的人。只要你在投资时坚持客观地看待风险，并以自己对市场的真实看法来应对市场上的诡谲多变，那么你就是对风险具有高度容忍的投资者，你就可以在坦然面对短期的市场风险之后，获得长期的市场回报。

股市格言

买进靠耐心，卖出靠决心，休息靠信心。

一点忠告

巴菲特认为，一个投资者要想成功，必须符合以下六个条件：

· 必须有工作激情，但不贪心过重，同时对投资的过程入迷；
· 必须有耐心；
· 必须善于独立思考；
· 必须有安全意识，有来自于知识的自信，不草率行事，不固执己见；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



·承认对某些东西不懂；

·依照所购买的企业的类型，灵活地进行投资，但永远也不要以高于内在价值的价格来买。

二、学会自律才能成功

没有所谓的策略，行情好就做，行情不利就缩手。

——沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特白手起家，在40多年的时间里积聚了约数百亿美元的财富，他做到这一点不是靠投机，而是靠稳扎稳打的长期投资。巴菲特一贯认为，当一个成功的投资者，并不需要超人的智商。他的成功在很大程度上得益于他优秀的个人品质：自律、耐心、睿智和果断。

每个成功的投资家都需要培养一种自律的能力。股市不断波动，如果缺乏自律，就会做出不理智的举动。有一种不健康的现象，叫“集团的疯狂”，说的是明知道自己在做的是不对的事，却因其他人也都在做，而不得不做。在经济蓬勃发展时，一个公司对起产品进行良性的削价是好事，但在经济萧条时，以低于成本价格求存，进行恶性竞争，肯定会使公司陷入困境，所以投资者应该避开这种公司。对这种情况，巴菲特称之为“在流沙中挣扎”，越是挣扎，会越快地往下沉。这时，严格自律，保持不动才是上策。

在巴菲特看来，自律就是一种理性，不仅是坚决做自己认为对的事情，还要当别人疯狂时候，保持头脑独醒，不要陷入“集团的疯狂”中；在经济不景气时，越是挣扎，越是陷得深，唯有采取不动的策略，留下力气等待好景的到来。当大家都已筋疲力尽时，你再大展身手。巴菲特说，投资中最傻的行为就是知道自己做错了，但还在加倍努力。之所以会这样，是人性常情导致的，就是大家都错的时候却认为是对的。为了避免自己陷入这种集体自毁，就需要自己有严格的投资自律。

自律是一种决定你能赢利或亏损多少的基本因素。自律有助于交易者及时了解利润或制止亏损。如果交易者没有高度的自律能力，那么他“把握时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机”再好也没有用。尽管股票投资的时机把握和心理状况很重要，但“自律”更为关键。时机让投资者进入交易，良好的自律会让他们退出交易。时机的把握决定他们的“对或错”，自律却决定他们的“赢利或亏损的多少”。故此，自律最终决定投资者的成功或失败！

伯克希尔·哈撒韦公司是巴菲特的投资旗舰公司，有约一半左右的运营收入来自保险业务。当纺织业者都忙着把常年获利投资在工厂的新设备时，巴菲特聪明地买入了几家保险公司。这几家保险公司的获利，使伯克希尔·哈撒韦得以投资更多优秀的公司，买入更多的保险公司。1998 年 12 月，伯克希尔·哈撒韦完成了公司史上最大宗的收购行动——以 220 亿美元天价买下全世界第三大的再保公司通用再保险（General Reinsurance Corp.）。由于“9·11”事件，再保保费大幅调涨，平均涨幅超过 60%，如今再保产业变得相当重要，而一旦从前五大一举跃居成为第一大，巴菲特将拥有更强大的价格主导能力。

为什么巴菲特将伯克希尔·哈撒韦的资产大半放在保险生意里？为什么他一直强调保险业将是伯克希尔·哈撒韦的主要扩展对象？最主要的原因在于，巴菲特的强项在于他的投资自律。

投资自律不仅可以让公司实现盈利，还可以使公司最大程度地规避风险。比如美国的一家信贷公司，曾经在美国地产崩溃前几年发现美国人炒作地皮和借贷的风险，于是不再放出新贷款，并把分行关掉，最后只剩下总部办公室和对面购物中心的一家分行，结果这使公司避开了紧接而来的美国史上最大宗政府动用纳税钱解救企业的事件。

投资保险业一旦具有了近乎极端的自律，便会产生巨大的威力。在保险领域，一个经理人的错误会产生巨大的破坏力，而一般的生意，经理人判断错误，通常也只是亏掉公司的一些资本。在保险公司，错误能够使情况恶化十倍甚至几十倍，而且，保险业还牵涉到难度极高的“预测”。在预测未来成本和赔偿方面，保险公司经理人的诚恳性很重要，因为十个人能算出一两个未来预测数据。

比如，当保险业行情不佳、保费下降时，大家为了争取预订的保险额成长率，必须出尽一切办法降价竞争，宁可以亏钱的方式卖出保单，也希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



望能够从保单的投资上获利弥补。因为，一般保费的收取和付出相差很多年，因此这种卖保单和投资上的错误，往往要等很多年才显现。而巴菲特的经营投资公司的宗旨就是：没有所谓的策略，如果行情好，他就做；行情不利公司，他就缩手。这是一种严格的自律精神，不会因为行情不好，而低价卖保。

巴菲特说，他总是视行情而定，他今年可以只卖出去年五分之一的保额，也可以卖出去年五倍的保额，这和一般保险公司每一阶段都有各自若干百分点的增保率目标的现象，简直是截然相反，但这恰恰也是伯克希尔·哈撒韦能够在未来赚大钱的秘诀。

同时，伯克希尔·哈撒韦也是一大再保公司，再保公司是指许多保险公司担心万一所卖出去的保单同一个时候需做赔偿而承担不了，来向再保公司购买保险。例如，在地震和飓风比较严重的地方，人民都要为他们的房地产购买不少的保险，但抢着卖保险给这些人的保险公司，万一发生灾难时赔不起了，他们只有向再保公司购买保险才行。所以，在再保行业里，稳健经营比在保险行业里更重要。一般投保人买保险时，不大会过问公司的偿还能力，毕竟保险公司都向再保公司购买保险。投保人视保单价格为首要考虑，但保险公司向再保公司买保险时，偿还能力可就是首要考虑，价格其次。试想，一旦需要赔偿时再保公司赔不起，保单便宜又有什么意义呢？

而在巴菲特的经营下，伯克希尔·哈撒韦的优势就很明显。在收购通用再保险之后，伯克希尔·哈撒韦是美国境内股东资金最大的公司。股东资本是真正反映偿还能力的指标，也等于“净资产”。换句话说，公司变卖所有资产、偿还贷款之后，所剩下的才是属于股东的资产。

保险公司都知道，跟伯克希尔·哈撒韦买再保，任何时候，伯克希尔·哈撒韦都能够悉数赔偿。比如，即使是同一年里加州和佛州两地同时发生地震和飓风，而伯克希尔·哈撒韦必须悉数赔偿的话，这也只将动用到伯克希尔·哈撒韦净资产的2%而已。这种优势使伯克希尔·哈撒韦能够要求比竞争者更可观的保费。可观的保费也就意味着，伯克希尔·哈撒韦股东的获利更多！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国保险业有这么一种普遍现象，那就是大家都在卖的保险，人人都卖；别人不敢卖的，尤其是很特别例子的，人人都不敢去动。原因很简单：人人都卖的，你去卖，即使亏钱，也没人会怪你，毕竟整个行业都在亏钱啊！反而是那些没人敢卖的特殊保险，如果你胆敢去卖，赚钱时没几人会称赞你，而会说你是运气好，一旦亏钱可就遭殃了。这是典型的“集团的疯狂”，而要克服这种现象，必须依靠极强的自律精神，坚决做自己认为是对的事情，而不要人云亦云。

在股票交易中，很多人总是犯错误，原因主要在于缺乏严格的自律控制，很容易被市场假象所迷惑，最终落得一败涂地。巴菲特劝告在入市的人们，首先应当培养自律的性格，使自己在别人不敢投资时仍有勇气买进。自律可以使自己在大家企盼更高价来临时卖出，而且还可以帮助投资者除去贪念，克服侥幸心理。

要想提高自律，必须克制自己的放纵心理，运用坚决的意志力。另外，对于每笔交易都必须设定目标，预先安排出场的价位；必须诚实对待自己，看自己是否逃避现实而不愿承认损失？

股市格言

如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到更多的钱。

一点忠告

· 市场改变了，一个坚定的价值投资理论者应该在新的市场环境中寻找新的规则和机会，但基础的原则不应放弃。

· 你的意见并不因为别人同意或不同意就是对的或是错的；你是对的，仅仅因为你的事实是对的，你的推理是对的。

· 投资必须克服侥幸心理，扭转主观愿望太强的坏毛病以及破除惰性作风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三、最本质的两条投资经验

我只做我完全明白的事。

——沃伦·巴菲特

巴菲特在股票投资中取得的巨大成功，使人们对他的投资理念推崇备至。总结起来，关于巴菲特投资理念的内涵实质和精髓要领，最本质的投资经验有两条。

坚持中长期投资，尤其是坚持长期投资

巴菲特是坚持长期投资的典范，他成功的最主要的因素也是由于他是一个长期投资者，而不是短期投资者或投机者。

当然，要想进行长期投资，必须选择合适的企业。所以，巴菲特大部分的精力和资本都用在了寻找并投资好的企业上。在巴菲特看来，好的企业得具备两个方面的要素，一个是企业有长期发展的基础和潜力，另一个是有为股东的长期利益着想的管理层。这个管理层需要由负责任的人员组成，并在企业里有一定程度的持股。

巴菲特不会因为一个企业的股票在短期内会大涨就去跟进。相反，他会竭力避免被市场高估价值的企业，决不追逐市场对某个企业的估价。一旦他投资于一家企业，他基本上会长期持有。这家企业的长期成长给他的投资带来良好的回报。

其实，需要明白的是，巴菲特的投资目的是在于投资于企业，而不是投资于该企业的股票，所以他可以不受或少受股票市场变化的影响，不用花费大量精力去关心短期投资回报的变化。在我国股票市场价格还远不能反映企业价值的时候，巴菲特的投资理念对我们就更有启发意义。

坚持做自己熟悉的股票，也就是说，坚持做熟不做生的操作方法

这是巴菲特最值得借鉴的另一条投资经验，不做自己不熟悉的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持集中投资。用巴菲特自己的话来说，就是“我只做我完全明白的事”。

对巴菲特来说，了解公司生产什么产品与该产品如何使用是他的必修课程之一。巴菲特喜欢的企业是，该公司产品并不会因为科技的进步而遭淘汰，所以，巴菲特也以不投资科技产业公司而与众不同。尽管这并不表示依照巴菲特的理论就不能投资这些公司，其实在这一点，巴菲特的另一层意思是：如果你不了解他们生产什么产品，你最好不要投资。

不熟不做，集中投资是巴菲特最值得借鉴的投资经验。投资者一定要做自己熟悉的股票，不熟的坚决不做，这得到了很多投资者的认可。巴菲特多次忠告投资者，坚持做自己熟悉的股票，不熟悉不了解的上市公司不去参与，把自己投资的目标限制在自己能够理解的范围内。他说：“一定要在自己的理解力允许的范围内投资。”

观察巴菲特长期持有的股票，如可口可乐、迪斯尼公司、麦当劳、富国银行等，每一种都是家喻户晓的全球著名企业。这些企业的基本情况容易了解，易于把握。对巴菲特来说，基本面不了解的公司他一般不去参与。在2000年，全球都在热捧网络科技，由于巴菲特设定不熟不做的理念，所以他管理的基金没有去投资网络科技类的上市公司，随后网络科技泡沫破灭，很多投资者亏损惨重，巴菲特管理的基金没有受得影响，仍保持较为稳健的收益。这都是不熟不做的投资理念在操作中的体现。

熟悉的公司主要指公司的基本面信息容易收集，具体经营情况容易把握。在收集信息的过程中，很多重要的信息都是来自于上市公司的年报、半年报或季报，巴菲特在研究和判断相关信息时有他的独特之处，他通过两方面来评估股票的价值和股价升值的潜力，一个是对上市公司现状的分析，另一个是公司未来发展的估算。比如1987年时，他投资可口可乐时，对可口可乐的现状分析是——可口可乐是最大的软饮料销售者，最好的品牌，最好的分销渠道，最低成本的生产商和装瓶商，高现金流，高回报，高边际利润；对可口可乐未来发展的估算——10年后可口可乐的收益预计达到35亿美元，大约是1987年进行分析时的3倍。通过研究发现该股当时具有投资价值，于是集中投资，重仓参与，随后股价向价值回归，使巴菲特管理的基金保持稳健快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



速增长。

巴菲特认为，坚持做自己熟悉的股票，关键的是需要了解自己投资的是什么，以避免迷失在竞争的旋涡中。对于投资来说，必须掌握股市游戏的本质，你要了解的企业中绝不能有“假设”、“但是”等不确定成分。对于要投资的公司，一定要了解它潜在的经济状况，这才是了解企业的本质。分析企业的状况，以分辨出这是商品或是消费独占企业型的公司。了解要投资的企业，还可以看到管理阶层是否有能力将保留盈余转入再投资，转而使投资人受益，它也将告诉你公司值多少钱，以及是否可预测公司未来盈余趋势的概念。预测公司未来盈余趋势，是计算公司价值的关键。

了解企业，也就等于有了许多个潜在的投资机会。例如，一家电脑公司的推销员打电话给你，告诉你该公司销路最好的电脑及最热卖的软件是什么。如果你在电脑销售店工作，你明白除了苹果电脑以外几乎所有的电脑都用“Windows”的软件，你可能会有预感，生产“Windows”的人可能蛮赚钱的。作一点点小的调查，结果你的答案是制造“Windows”的微软公司值得投资。

总起来讲，巴菲特建议投资者对不熟不做的投资理念要多加利用，在操作过程中尽量投资自己熟悉的公司。

对于以上两条投资经验，巴菲特曾经戏称，即使美联储主席艾伦·格林斯潘对他悄悄地说“将降息或升息”，他也绝对不会动摇这两条基本的投资经验。这也说明，巴菲特具有高度的自强自信和顽强的精神，并具有高瞻远瞩的境界。在股市中，有很多人对小道消息十分敏感，把消息当作灵丹妙药和赚钱捷径，稍有动静便会立即掀起行情的剧烈波动，这也说明许多人难以从股市中赚到钱的最大不足，就在于缺乏自强自信的投资理念和顽强从容的精神风格。

实际上，对于股票投资来说，如果能像巴菲特一样做熟几只股票，并反复持续地做下去，一定会收获匪浅，那样可以掌握股票的内在价值，摸透量价关系的变化，清楚其动态表现和静态现状，这才是真正的赚钱要领。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市格言

投资人必须了解一些公司，包括一些产业，否则就根本没有所谓的长期投资策略。

一点忠告

· 投资者成功与否，是与他是否真正了解这项投资的程度成正比的。

· 对于要投资的公司，一定要了解它潜在的经济状况。

· 了解企业的情况越多，投资者拥有的潜在投资机会也就越多。

· 在自己的理解力允许的范围内投资，选择基本面信息容易收集，具体经营情况容易把握的企业。

四、于公司危机时投资

当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好的投资机会就悄然来临。

——沃伦·巴菲特

巴菲特在选择股票时尽管非常谨慎，但对于一些陷入危机的企业却保持着很高的关注，并在不少企业处于危机时，买下了他们的股票。巴菲特始终关心的是企业的内在价值，这与他价值投资的理念核心是一致的。有内在价值的企业，虽然有时陷入危机，却是有能力化解危机并经营得更好的。而当其陷入危机时，正是低价买进其股票的好时机。正像巴菲特的老师格雷厄姆所说的，市场上大多充斥着抢短进场的投资人，而他们为的是眼前的获利。这是说，如果有某家公司正处于经营的困境，那么在市场上，这家公司的股价就会大跌。格雷厄姆认为，这是投资人进场做长期投资的好时机。

例如，上世纪60年代末期，美国运通银行发生色拉油丑闻事件后，他出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资买下了这家银行的股份；90年代初期，美国广播公司经营不景气，宣布利润没有实现增长，这时股价大幅下挫，但巴菲特却在这时买进了这家公司的股票。

1963年，美国运通公司的一家子公司错误地签发了有关色拉油的仓储收据，由此造成了一场所谓的安东尼·迪·安杰里斯色拉油丑闻。安杰里斯大举借债，将钱全部压在蔬菜油期货上，结果全盘皆输。后来证明，油罐里装的几乎全部是水。美国运通公司收藏着大量的油罐和签发的收据，这些收据可以当作是金融交易的证据。尽管运通公司被骗惨了，但是它宁可付出沉重的代价，也不让任何无辜的第三方承担损失。美国运通公司认为，他们有能力承担数十亿美元损失的责任。这次危机的爆发有可能卷走全部的股东权益，使公司的净资产变成负值。

尽管美国运通公司股票价格从每股65美元降至35美元，但巴菲特知道美国运通公司是一家很不错的企业，他买下了这只股价遭受重创的股票。1964年，巴菲特将巴菲特合伙公司40%的净资产（价值约1300万美元）投资于美国运通公司，买下了美国运通公司5%的股份。之所以这么做，是因为巴菲特看到美国运通公司的旅行支票能带来源源不断的"现金流"，而"现金流"就像是低息贷款一样重要，他坚信美国运通公司的基本业务不会受到这次丑闻事件的负面影响。巴菲特还发现，当时的许多商人依旧在接受美国运通信用卡，由于这些信用卡仍有信誉，美国运通的整个帝国依然完整无缺。

在随后的5年里，美国运通的股价上涨了5倍，从每股35美元涨至每股189美元。时隔31年后，美国运通的股价再一次出现暴跌，巴菲特又一次出手，结果是又一次胜券在握。到2003年底，巴菲特依然持有美国运通11.8%的股权，市值73.12亿美元，为其第二重仓股。巴菲特相信有时股票下跌完全是由于华尔街某些人的错觉造成的，他说："当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好的投资机会就悄然来临。"

1990年，美国广播公司的盈利没能实现增长，当年净利和1989年的一样，当年经济形势的不景气是一个重要的原因。但是，这一情况仍然离人们普遍预期相差很远，当时市场上的看法是，美国广播公司的每股盈余应该增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长27%左右。当美国广播公司宣布没有实现利润增长时，公司的股价从每股63.30美元跌落到每股38美元，跌幅约为40%。

1995年，美国广播公司决定和迪士尼公司合并，立即在市场上引起了积极的反应，使美国广播公司的股价上涨至每股125美元。从1990年的每股38美元，到1995年的每股125美元的价格，每股价格增长87美元，换算成税前的年复利报酬，约为26%。

位于美国西海岸的威尔斯·法哥银行是一家财力雄厚、营运良好但非常保守的银行，在全美国排行第七。从1990年到1991年，由于房地产的不景气，威尔斯银行在不动产放款业务上出现13亿美元的账面损失，并相当于每股净值53美元中的25美元。也就是说，万一这些损失已确定发生，就必须从每股净值中取出25美元来支应，所以该银行的净增值会从每股53美元减少为每股28美元。账面损失并不一定代表这些损失已经实现或者将来会发生，而是表示银行必须从净值里提存这笔金额，作为应付将来损失发生时的准备金。为了提存这些损失准备，威尔斯·法哥银行几乎把公司在1991年的盈余全数耗尽，导致这一年公司的净利只有2100万美元，约为每股盈余0.04美元。

由于威尔斯·法哥在1991年可以说没赚钱，市场上立即对该银行的股价作出反应，每股从86美元跌到41.30美元，跌幅为52%左右。这时，巴菲特却买进该公司约500万股股票，占公司10%的股份，平均价格每股57.80美元。

巴菲特之所以这样做，是因为他看到，威尔斯·法哥银行是全国经营最良好、获利最佳的银行之一，而且该银行在未上市时的股价却远低于同级的银行。在加州，威尔斯·法哥银行所扮演的角色，就是和其他的大型银行竞争，提供给当地的居民、企业相关的金融服务，例如存款、汽车贷款、房屋贷款等，或是对其他中小型银行做资金融通来获取收入。而且，最重要的是，威尔斯·法哥银行所展现的损失并不如预期的严重。经过7年后，也就是在1997年，它的股价已经上涨到每股270美元。巴菲特的这项投资，为他赚进了约24.6%的税前复利报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市格言

当一家大公司突遇挫折时，给予积极关注。

一点忠告

- 克服贪婪的心理，设定盈利目标。
- 不要盲目跟风，对自己选定的投资品种要有充分的理由。
- 买进股票要关注未来能有多大的市场机会。

五、好股票买得越多越好

最好的公司就是不需要增加投资的公司。

——沃伦·巴菲特

一旦遇到优秀的公司，巴菲特会尽可能地多买其股票，甚至把整家公司买下来，用他自己的话来说就是：“好的东西，是越多越好。”对于那些优秀且庞大的私人企业，如果他们想卖出部分家产时，巴菲特会毫不犹豫地买下来，这往往也是巴菲特投资的第一个选择。但是，他购买时会有一个条件，那就是经理人必须继续留任，比如伯克希尔·哈撒韦是不会插入新人去管理的。但是，优秀的私人公司毕竟是非常少的，更多的时候巴菲特只能在股市里寻找同样优秀的挂牌公司。

尽管巴菲特希望可以多买优秀公司的股票，但他在很多时候会扮演小股东的角色，这是为了避免花更高的价格买入。因为在股市中，收购整家企业时通常都会有多个收购者，他们之间的竞争会炒高价格，那样即使买到了也不合算。相反，如果是等待股市把股票交给你“才是投资的上上之策。”静悄悄地以小股东身份通常可以购得平常收购价的半价股票。

而且，巴菲特收购别家公司之后不会要求换人管理，反而是看中这些优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秀经理人才买入的。所以，既然都是争取到相同的股份利益，为什么还要花费双倍的价格去全盘收购人家呢?

在投资中，巴菲特发现，很多企业虽然赚钱，但所赚到的盈利却是不停地投入公司里用来增加固定资产的。这些企业在市场发生变化、自身的竞争力下降时，以往多年累积的盈利都要变成泡沫。即使是永远能够保持竞争力，这些企业的投资报酬率不会使投资者大富。因为，这些公司的盈利虽然每年都在增加，但却是由资金的增加促成的，就像银行定期存款里的利息，如果永远不将利息拿出来，那盈利每年都在增加，虽然利率没有改变。

所以，巴菲特说："最好的公司就是不需要增加投资的公司。"确实，真正能够使投资者大富的，是那些能够不停地增加企业盈利，但却不需要增加投资的公司。巴菲特早期所买入的私人公司都是这一类的公司，包括报馆、家具店、糖果店等。我们拿一个例子来清楚地说明巴菲特的经商精神，这个例子将会告诉我们巴菲特对投资活动中现金观的重要性。巴菲特称他对现金投资和报酬率的看法为"现金对现金"的投资法。

1983 年，巴菲特以6000万美元买下内布拉斯加家具店（NFM）80% 的股份（另外 20% 由创办人家族持有）时，这家公司的常年营业额是 1 亿美元。也就是说，巴菲特以 60 美元的价格买下 80 美元的营业额。买入后的第一年，内布拉斯加家具店就赚了1450万美元，这意味着巴菲特的应得部分是1160万美元，这是超过 21% 的首年报酬率！这笔现金盈利 NFM 交给了伯克希尔·哈撒韦，每年如此。

接下来的 10 年里，内布拉斯加家具店的盈利每年都在增加，巴菲特第 10 年的盈利是2154万美元，这是当年投资本金的 39%。39% 的确是很高的投资报酬率。或许有人会问，怎么可以拿 10 年前的投资本金来谈呢？要知道，内布拉斯加家具店每年都把公司盈利交给巴菲特拿去投资，所以营业额和盈利的成长都不靠额外的资金。巴菲特发现，近乎所有的大公司多年来盈利之所以增加，就是因为把盈利加入公司再投资。他说有些管理者还不明理地炫耀说是在他们管理下营业额和盈利才增加了多少的。巴菲特认为这没有什么稀奇，这跟在银行开一个储蓄户口，不要把利息拿出来，让它和本金一起滚，也能够达到相同的效果一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市格言

一旦确定值得投资的公司，其股票持有越多越好。

一点忠告

· 如果遇上一家优秀的公司，最好当然是能把整家企业买下来。
· 好的企业比好的价格更重要。
· 最终决定公司股价的是公司的实质价值。
· 没有任何时间适合将最优秀的企业脱手。

六、巴菲特的投资原则

永远不要为经济趋势所烦恼。

——沃伦·巴菲特

作为一个股票投资者，你觉得是股票市场聪明还是你聪明？假如你觉得市场聪明，那么你只会依照股票的价格变化来投入资金。反过来讲，如果你对股票投资的专业知识已经了解得够充分，对于股票市场的变化已经有了一定的把握，并彻底了解你投资的企业，那么你应该坚守价值投资的原则，拒绝市场的诱惑。

下面是巴菲特在长期的投资过程中的一些投资和选股的原则，可以帮助你克服股票市场的诱惑，避开投资的陷阱。

不要为经济形势所左右

以经济形势的好坏作为选择股票的假设起点，在巴菲特看来是最不明智的做法。巴菲特认为，没有人具备预测经济形势走向的能力，同样地对股票市场也没有预测能力。更重要的是，如果依照经济形势来选择股票，那么股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票会不可避免地依照经济趋势的变化而变化。一旦如此，你就会不自觉地进行投机。也就是说，不管你的预测是否正确，你的投资组合将视下一波经济景气情况如何而决定其报酬。

对于巴菲特来说，他一般不会为经济形势的好坏而烦恼。他会购买在任何经济情势中都有机会获益的企业。尽管整体的经济力量会影响企业的毛利率，但是，如果企业具有良好的盈利能力，不管经济景气情况如何，企业都能够得到不错的收益。

投资不要为经济趋势烦恼的原因其实很简单，那就是：选择并拥有在任何经济环境中都获利的企业，可以在任何时间获利；而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济景气情况时，才可以获利。

不必理会股票市场的每日涨跌

巴菲特的总是能够在他投资的投票中获益，但是他的办公室里却没有股票行情终端机。对于价值投资者来说，如果拥有一家杰出企业的股票并长期持有，但又去注意每一日股市的变动，这是有点自相矛盾的。巴菲特告诫投资者，如果你总是去持续注意市场变化，你的投资组合会变得没有什么价值。这一点你可以通过测验来发现，你试着不去注意股价 72 个小时，不要看着行情显示屏，不要去阅读报纸，不要看电脑，也不要听股票市场的摘要报告，这时在两天之后如果你持股公司的状况仍然不错，那就试着离开股票市场五天，接着离开两个星期。很快地，你将会相信你的投资状况仍然健康，而你的公司仍然运作良好，虽然你并未注意它们的股票报价。

巴菲特说：“在我们买了股票之后，即使市场休市两年也不会有任何困扰，因为我们不需对拥有 100% 股权的旗下公司，每天注意它们的股价，以确认我们的权益。既然如此，我们是否也需要注意可口可乐的报价呢？尽管我们只拥有它 7% 的股权。”很显然，通过巴菲特的话你可以明白，他不需要市场的报价来确认伯克希尔·哈撒韦的普通股投资。对于投资公司是这样，对于投资者个人，也是这样。当你把注意力转向股票市场，而且在你心中的惟一疑问是“有没有人最近做了什么愚蠢的事，让我有机会用不错的价格购买一家好的企业”时，你已经接近“股神”的投资水平了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选择简单、易了解、有稳定营运史且有美好长期发展前景的企业

在股票市场上，你的投资是选择一家企业，所以你必须了解它如何赚钱，这样才有可能对企业的未来作出聪明的预测。而且，如果你打算将你自己的未来投资于一家企业，你就必须知道这家企业是否能够经得起时间的考验。如果你将自己的未来下注于一家没有经历过不同的经济循环而且缺乏竞争力的新公司上，那显然是不明智的。所以，股票投资之前，你应该确认选择的公司已经步入正轨。

当买下某企业的股票后的一段时间，你就该验证该企业的能力，看它是否能够获得显著的利润。然而，公司会有一般的利润中断期，但通常这个中断时期会提供投资者一次机会，以一个特别低廉的价格购买到好的企业股票。

当然，最值得投资和拥有的企业，是那些有长期远景且拥有市场特许权的企业（产品有独占性、差异性或垄断性）。与此相反的是，最不值得拥有的企业是商品企业。商品企业销售的产品或劳务与竞争者没有差别，商品企业几乎没有任何经济上的商誉，惟一的差异就是价格。拥有一家商品企业的困难是，有时候竞争者会以价格为武器，以低于企业的成本销售产品现象，来暂时吸引顾客，希望他们能因此保持忠诚。如果你的竞争对象中，经常出现以低于成本的价格销售产品，那你的投资很有可能是极度亏损了。

有市场特许权的企业，指销售产品或者顾客需要或想要的服务的企业。这类企业的产品在市场中没有类似的替代品，尽管它的利润并不稳定。而且，市场特许权的企业也持有大量经济上的商誉，公司比较能抵抗通货膨胀的影响。

一家强势的商品企业，只有当它是最低成本供应者时，才可能会赚得平均水准之上的报酬，因为它们保持低成本的供给者地位。特许权的一个优点在于特许权能耐久经营，没有竞争力依旧能够生存，然而在商品企业，经营无能却是致命的弱点。

所以，有弱势特许权的企业和有强劲的商品的企业从长期比较来看，弱势特许权企业更有获利的希望，因为不管怎么样，弱势特许权仍然有一些定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的能力，可以使公司赚得比平均投资报酬率更多的利润。可口可乐在美国被视为是弱势特许权企业，但是在国际上，特别是在没有类似替代品的市场上，可口可乐有强势的特许权。

选择有理性、对股东诚实的经营者

对于投资者来说，注意投资企业的经营情况比注意经济形势和股票市场更有意义。企业的经营者如何经营，直接决定着你的投资回报的情况。一旦某个企业产生出比需要维持营运更多的现金，那就是可供投资选择的对像。这时，考察经营者使用现金的情况，就可以决定是否投资了。理性的经营者将只会把多余的现金，投资在那些产生比资金成本报酬率高的计划里。或者理性的经营者会借由增加股利发放和买回股票，将盈余归还给股东。与此相反的是，缺乏理性的经营者会不断地寻找花费多余现金的方法，而不把钱还给股东。当他们的投资报酬率低于资金成本的时候，他们的作为最终会被揭发出来。

一般来讲，你没有机会与企业的董事长或总经理坐下来谈话，但想了解他们的途径却是很多的。例如，当他们报告企业的进展时，是否能让你了解每个营业部门是如何营运的？经营者是否像他吹嘘自己的成功一样坦承他的失败？最重要的是，经营者是否直截了当地表示，他主要的目的是使股东权益报酬率达到最大？

而且，还要看理性的经营者是否会盲从其他法人机构的经营者。在企业经营中，经常有一股看不见的强烈力量使得经营者失去理性采取行动，而且损害公司股东的利益。这一股力量是盲从法人机构的经理人，不论他们的行动可能是多么荒谬。记住：用“其他的公司也这么做，没有问题”的逻辑来替自己的行动作辩护的经营者是不可靠的。所以，衡量经营者竞争力的一个方法是，看他们如何动用自己的思考能力以避免从众心理。

计算“股东盈余”

巴菲特找那些产生超过营运所需现金的公司，而将不断消耗现金的公司排除在外，因为企业产生现金的能力决定了它的价值。但是在决定一家企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价值时，很重要的一点是要了解到，并不是所有的盈余都是在平等的基础下所创造出来的。有高固定资产的公司，相对于固定资产较低的公司，将需要更多的保留盈余，因为盈余的一部分必须被提出来，以维持和提升那些资产的价值。因此，会计盈余需要被调整以反映企业产生现金的能力。

巴菲特提供一份较为正确的计算方式，他称之为“股东盈余”。计算股东盈余的方法是将折旧、耗损和分期摊提的费用加上净利，然后减去那些公司用以维持其经济状况和销售量的资本支出。

考察股东权益报酬率

有相当多的总投资者以配股盈余为标准来判断公司年度的绩效，以确定公司是否创下纪录或较上一年度是否有显著的进步。这种方法在巴菲特看来是有的，因为企业依靠保留上年度盈余的一部分，来不断增加公司的资本，盈余的成长（自动增加的每股盈余）就变得没有什么意义了。所以，当企业的经营者宣布“每股盈余破纪录”的时候，投资人就被误导而相信经营者一年比一年表现更好。所以，股东权益报酬率（营运收益与股东权益比）是衡量每年度绩效的一个比较真实的方法，因为它已考虑了公司逐渐增加的资本额。

寻找高毛利率的企业

巴菲特非常喜欢那些注意成本观念的经营者，而憎恶放任成本不断扩大的经营者。注重成功的经营会使股东间接获得企业的利润，而不理智花费的每一块钱，都将剥夺股东的利润。所以，高毛利率反映出的不只是一家壮大的企业，同时也反映出经营者紧抓不放控制成本的精神。多年来，巴菲特已经观察到有高营运成本的公司，通常会寻求维持或补贴这些成本的办法。而低于平均成本的公司，则多半自傲于它们自己能够找到削减支出的办法。

确定企业保留的盈余是企业创造的市场价值

对于这一点，也可以这么说：对于保留的每一块钱盈余，确定公司至少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经创造了一块钱的市场价值。如果能够确定这一点，则不仅说明企业具有较强的优势，也说明经营者在理性地分配公司的资源。企业的净收入减去所有支付给股东的股利，所剩余的就是企业的保留盈余。现在，再加上 10 年来这家企业的保留盈余。下一步，找出企业目前的市价和它 10 年前市价的差价。如果你投资的企业在这 10 年之间的保留盈余转投资毫无生产力，市场最后将会给这个企业定出低的价格。如果市场价值的改变小于保留盈余的总和，这家企业便走上衰退的道路了。但是如果你的企业已经能够赚得较平均水准为高的保留盈余报酬率，企业市场价值的上涨利润应该会超过公司保留盈余的总和，如此每一块钱都创造出超过一块钱的市场价值。

确定企业的价值并以较低的价格买进

评估企业价值的方法是在企业的生命周期中预期将会产生的现金流量，以适当利率加以折现成现值。企业的现金流量就是公司的股东盈余。凭借测量一段长时期的股东盈余，你就可以了解它们是否正持续以某平均成长率增值，或只是在一些固定价值之间徘徊。如果企业的盈余上下波动，你应该以长期利率计算出这些盈余的现值。如果股东盈余出现一些可预测的成长模式，折现率可随此成长率减少。对公司未来的成长率别过度地乐观。对该公司未来的成长最好使用较为保守的估计，而不要狂热地过度膨胀企业的价值。

计算企业的价值在技术上并不复杂。然而，问题发生在分析师会错估一家公司未来的现金流量。巴菲特以两种方式处理这个问题，首先，他只盯住具有简单和稳定特性的企业，来增加他正确预测未来现金流量的机会。其次，他坚持他购买的每一家公司的购进价格和他计算出的企业价值之间一定要有安全边际。这个安全边际的缓冲效果将会保护他，不受到公司未来现金流量变动的影响。

一旦决定了企业的价值，下一个步骤是注意价格。巴菲特的原则是，只有在某企业能以显著的折扣购得时，他才会买下它。巴菲特只在这个最后步骤，才注意股票市场的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市格言

市场先生是你的仆人，而不是你的向导。

一点忠告

· 坚守投资和选股的原则可以帮助你克服股票市场的诱惑，避开投资的陷阱。

· 选择简单、易了解、有稳定营运史且有美好长期发展前景的企业。

· 选择有理性、对股东诚实的经营者。

实例学习：巴菲特投资可口可乐

可口可乐是全世界最好的大公司。

——沃伦·巴菲特

可口可乐公司创立于 1892 年，贩卖潘柏顿医生发明的含古柯碱饮料给分装业者和其他经销商。到 1895 年时，可口可乐公司共卖出 76244 加仑。虽然可口可乐公司在 1902 年取消饮料中的古柯碱成分，但配方中仍含有令人满足的糖分和咖啡因。

由于公司不断加大广告力度，可口可乐的市场持续扩大。1920 年以后，可口可乐开始设立海外分公司，1932 年被列为道琼工业指数成分股。可口可乐在第二次世界大战期间被收归国有，随后数十年间，该公司的名称、标志和汽水瓶造型成为闻名全球的符号。

巴菲特 1988～1989 年间分批买入可口可乐公司股票 2335 万股，投资 10.23 亿美元。1994 年继续增持，总投资达到 12.99 亿美元。他在伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年年报中曾说："3 年前当我们大笔买入可口可乐股票的时候，伯克希尔公司的净值大约是 34 亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过了这个数字。"可口可乐是巴菲特最成功的投资，比他自己想像的还要成功。2003 年底巴菲特持有可口可乐的股票市值为 101.50 亿美元，15 年间增长了 681%。仅仅在可口可乐一只股票上的投资，就为巴菲特赚取了 88.51 亿美元，这是使巴菲特成为世界第二首富的重要因素之一。

巴菲特认为，可口可乐公司是世界上最优秀的品牌公司，在世界各地不同国家和不同时间里展开的消费者调查报告显示，大半的品牌认知、品牌认同和素质认同的排名，都使可口可乐公司高居榜首。

可口可乐是一种非常"中产"的饮料。要成为中产阶级的饮料其实不难，难的是成为上、中、下阶层都喜欢的品牌饮料。一个亿万富翁、一个百万富翁和一个劳工阶层人士，都有自己心目中所喜爱的饮料牌子。但可口可乐却完全没有阶级之分，三种人都有能力像巴菲特那样一天喝好几罐的可口可乐，同时也不用付出更高的价格来买"更高品质"的可口可乐以炫耀身份。在这种情形之下，今日三种人都在喝可口可乐的事实，不但是市场营销学者的经典案例，也是投资人每年津津乐道的话题。

巴菲特对可口可乐公司持续竞争优势的分析

从事的是传统稳定的产业

可口可乐公司的产品是软饮料，它是世界上规模最大的产业之一，其特点是大规模生产、高边际利润、高现金流、低资本要求以及高回报率。1995 年，可口可乐公司在年报中这样说："我们开发最少的市场是什么？是人本身。人们一整天里可以什么都不吃，但是这个星球上 57 亿人口中的每一个人却必须消耗 64 盎司的饮料才能生存。而我们目前只提供了其中不到 2 盎司的数量。"这说明，可口可乐公司对软饮料产业的前景充满乐观。

可口可乐公司在国际市场的销售增长很快，目前 70% 的销售额和 80% 的利润来自于国际市场，而且国际市场的增长潜力仍然很大。可口可乐每一天全球总共卖出 10 亿杯，但毕竟也只是全球饮料市场的近 2% 而已，另外 470 亿杯的饮料（全球人口平均每人 8 杯）不但包括了其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



品牌饮料（如百事可乐），也更包括了无品牌的饮料，包括我们午餐时所叫的果汁、咖啡店和友人聊天时喝的咖啡、街边食摊的茶饮料、家里自己泡的茶、三合一咖啡或牛奶等。

处于绝对的产业领导地位

可口可乐是品牌饮料市场的霸主，巴菲特曾这样评价可口可乐："基本上可以说，可口可乐是世界上最好的大公司。它以合理的价格销售，受到普遍的欢迎，其消费量几乎每年在每一个国家中都在不断增长。没有任何其他产品能够像它那样受欢迎。""如果你给我1000亿美元用以交换可口可乐这种饮料在全球市场上的领先地位，我们把钱还给你，并对你说，这不可能。"

高度集中经营其核心业务

可口可乐高度集中经营其核心业务——软饮料，这也是可口可乐最大的优势所在，它专注于汽水市场，不像百事可乐还牵涉到零食生意。可口可乐也曾尝试过进行多元化经营，但却发现，公司价值创造的能力却在不断下降，于是剥离了大部分盈利能力低的非核心业务，高度专注于核心业务，这为可口可乐的全球化高速增长提供了强劲的力量。

一流的价值创造能力

可口可乐的经营者一直以"股东价值最大化"为管理的基本目标。前CEO古兹维塔在16年执政期间，可口可乐公司市值从43亿美元增至147亿美元。他在公司"80年代的经营战略"中指出：未来10年内要继续对股东负责，使他们的投资增值。为了给股东创造高于平均水平的投资收益，就必须找到条件合适、回报率超过通货膨胀率的项目。可口可乐公司的经营战略强调使公司长期现金流最大化。为实现这一目标，可口可乐公司集中投资于高收益的软饮料业务，并不断降低其资本成本。1983～1992年销售收人年均增长率为31.1%。

具有持续的竞争优势

1993年，巴菲特在伯克希尔年报中对可口可乐的持续竞争优势表示惊叹时，引用1938年《财富》杂志中的话说，很难找到一家能与可口可乐的规模相匹敌的公司，也很难找到一家公司像可口可乐那样10年来只销售一种固定不变的产品。虽然可口可乐公司55年的发展使产品种类有所扩大，但巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉得可口可乐的竞争优势仍然可以长期持续下去。

巴菲特认为，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何电脑公司或是通信公司小得多。因为，可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列则拥有60%的刮胡刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，还没有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的是，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加他们在全球市场的占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得他们拥有超强的竞争力，就像是在他们的经济城堡周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何这样保障的情况下苦苦竞争。

巴菲特对可口可乐采取的投资策略

正是对可乐持续竞争优势的分析，1988年夏季，巴菲特开始买进可口可乐股票，到当年年底时共买进1417.25万股，平均买进价格41.81美元，总价5.9254亿美元。可口可乐1987年每股获获利2.42美元。1988年前两季的数据显示，该年度每股获利会增加16%，成为2.81美元。因此，巴菲特买进时的市盈率为14.9至17.3之间。

1988年是可口可乐另一个丰收的年度。由于国际软性饮料业务大幅成长，可口可乐的营业额和营业收益分别增加8.9%和17.5%。每股获利最后实际增加18%，成为2.85美元，扣除特别支出前的每股获利可能接近2.95美元。因此，巴菲特最初买进的实际市盈率约为14。可口可乐1988年再度用现金买回股票并发放股利，共买回7.59亿美元的股票，所以股东持股的价值减至30.45亿美元，股东权益报酬率则飙涨至34.5%。

巴菲特1989年以平均每股53.5美元继续买进917.75万股，总值4.91亿美元，当时根据1989年上半年的表现预测，该年度每股获利会增加22%，成为3.49美元。因此，1989年买进的市盈率介于15.3至18.1之间。

1994年，巴菲特再度买进可口可乐股票，平均买进价格166.7美元，总共花费2.75亿美元。当年度购买的股票对巴菲特已有的40亿美元以上可口可乐持股，只是新增的一小部分，但却是很有意思的一次投资，因为它是巴菲特到当时为止，市盈率最高的投资之一。可口可乐继续成长，在1987年至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1995年期间，营业额、连续净收益、连续每股净收益，分别以平均每年11.3%、15.6%和19.5%的速度成长。

可口可乐1987年到1995年的资产负债表

	1987年	1995年
固定资产	1598	4336
投资	2802	2714
商誉	74	944
净负债	1234	1503
净营运资金	17	133
其他		966
股东权益	3224	5392

单位：百万美元

可口可乐1995年净收益实际上接近230亿美元，收入几乎完全来自软性饮料产品的销售，其中82%来自美国以外的市场，虽然美国本土市场持续成长。该年度年底，巴菲特已买入可口可乐45900万股，总值88亿美元，平均每股报酬率高达55%。

到1995年底，巴菲特以12.99亿美元买进的可口可乐股票，已增值为74亿美元。巴菲特另已获得4亿美元的现金股利。巴菲特拥有8%的可口可乐股权。虽然1987年至1995年期间，可口可乐股价上扬7.8倍，每股获利成长速度可观但低于股价的成长速度，为4.2倍。在这一期间，该公司市盈率几乎上升一倍。

巴菲特1994年再度买进时，愿意根据1993年的获利情形，破天荒付出市盈率24.8倍的股价。可口可乐1994年上半年的表现，应足以让他相信，该年度的盈余会成长20%以上，使市盈率降至20%。这样的市盈率，远高于他习惯投资于普通股的市盈率，也高于他最初投资可口可乐时的15倍市盈率。可能的原因有两个：第一，当时他已了解并欣赏该公司经营情况及其管理阶层。可以假设，国际市场持续迅速成长，股票相对增加有限。事实果真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此，且该公司成长速度继续加快。由于股东权益报酬率超过50%，而且可能更上一层楼，20倍的市盈率仍然是很好的安全边际。

计算公式如下：

22亿美元（1993年净收益）×［50%（股东权益报酬率）/10%^{2}（折现率）］=1100亿美元（平均每股262美元）

到1997年底，巴菲特的持股已增值为133亿美元，可口可乐的净收益已增至41亿美元，不包括已取得的现金股利。

可口可乐分析模式

· 长期稳定业务：有120年的成长历史；
· 经济特许权：可口可乐卖的是品牌而非饮料；
· 持续竞争优势：在本行业里始终处于龙头地位；
· 明星经理人：领导可口可乐占领全世界的天才经理人；
· 资本配置能力：12年回购25%股份；
· 产品盈利能力：一天销售10亿罐，尽管一罐只赚半美分；
· 权益资本盈利能力：7年中净利润翻一番；
· 留存收益盈利能力：1美元留存收益创造9.51美元市值；
· 内在价值：高成长创造高价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
市场——选股必须是理性的

一、认识市场，进行理性投资

投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。

——沃伦·巴菲特

亏损的投资者往往是那些容易受到市场波动影响、经常出现行为认知偏差的人。正如格雷厄姆所说的那样：“对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石”。在股票市场中，许多投资者存在许多行为认知偏差，不能够做到完全理性，而是有限理性，由此形成非理性投资行为，使其买入或卖出股票时不能理性地以股票内在价值为基准，从而在长期内必定会遭受亏损。所以巴菲特说：“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。”

在巴菲特看来，投资者必须保持理性才能战胜经常并非理性的市场。投资者的理性主要体现在投资者如何对待自身的愚蠢和市场的愚蠢。首先要认识自身的能力圈，避免在能力圈外进行愚蠢的投资决策；其次是认识市场的愚蠢，尽可能避免市场的巨大的情绪性影响，减少和避免行为认知偏差，保持理性。利用市场的愚蠢，就要更加了解你要投资的公司并能够正确评估公司价值，从而利用市场的短期无效性低价买入，利用市场长期内向价值回归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来赚取巨大的利润。

保持理性态度，认识市场的愚蠢

在中国目前的股票市场中，听消息、跟庄炒股票的非理性投机反而是最普遍的投资模式。许多人根本不对上市公司进行哪怕最简单的基本分析，只要一听说有消息就疯狂地买入或卖出。

对于投资者的非理性的行为，巴菲特有深刻的认识。他说："事实上，人们充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头，这点是可以预测的。而这些念头导致的结果却是不可预测的。"事实也是这样，股市中的人并非是完全理性的，而是有限理性的，存在许多行为认知偏差，从而导致价格偏离价值。

投资者要战胜市场，就必须保证自己不要做出非理性的错误行为，然后才有可能利用其他投资者的非理性错误来获利。巴菲特认为一个投资者不只是要具备良好的公司分析能力，同时还要具备适当的性格，使自己避免受到市场中肆虐的极易传染的情绪影响，才有可能取得成功。如果自己进行非理性的投机，却期望出现比自己更傻的傻瓜，最后可能会发现自己才是更傻的傻瓜之一。

在巴菲特的眼中，对于一个成功投资者而言，他不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光或是内幕消息，所需要的只是在作出投资决策时的正确思考模式，以及有能力避免情绪破坏理性的思考。一个优秀的投资者，必须将情绪纳入纪律之中，遵从价值投资者所倡导的投资原则。对于投资者而言，其投资业绩将取决于自己倾注于投资中的努力与智识，以及在投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场的表现越是愚蠢，善于捕捉机会的投资者胜率就越大。遵从价值投资的基本原则，投资者就能够从别人的愚蠢行为中受益，否则自己也会干出蠢事而让别人受益。

巴菲特说："出于某些原因，人们是从价格而不是从价值那里寻找其投资启示的。当你开始做一些你并不理解的事，或者只是因为上周什么投资方式对其他人有效时，这些投资启示就毫无用途了。世界上购买一只股票的最愚蠢的动机是：它的股价在上升。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



克服投资者经常出现的认知和行为偏差

投资者是有限理性的，在投资决策过程中常常会受到各种心理因素的影响，导致出现大量认知和行为偏差。这一点，在现代行为金融学理论的重要观点。通俗地讲，就是智力正常、教育良好的聪明人却经常做傻事。

在股票市场中，人们的认知和行为偏差主要有以下几个方面。

过度自信：投资者往往过于相信自己的判断能力，高估自己成功的机会，认为自己能够“把握”市场，把成功归功于自己的能力，而低估运气和机会在其中的作用。最典型的投资者行为是过度交易，推高成交量，导致高昂的交易成本，从而对投资者的财富造成不必要的重大损失。

过度反应：投资者对最近的公司信息赋予过多的权重，导致对近期趋势的推断过度偏离长期平均值。投资者过于重视新的信息，而忽略长期的历史信息，而后者更具有长期趋势的代表意义。因此投资者经常在坏消息下过度悲观而导致股票价格上升过度，在好消息下经常过度乐观而导致股票价格下跌过度。

反应不足：投资者对新的信息反应不足，尤其是证券分析师等专业投资者，他们往往对曾经处于困境的公司抱有成见，不能根据公司最近出现的增长而对原来的盈利预期进行足够的修正，导致低估其价值而错过大好投资机会。

损失厌恶：面对同样数量的盈利和损失时，损失却比盈利会给投资者带来更大的情绪影响，导致投资者放弃一项资产的厌恶程度大于得到一项资产的喜悦程度，使决策者更愿意维持现状而不愿意放弃现状下的资产，损失厌恶还会导致投资者过于强调短期的投资亏损，而不愿长期持有股票，更愿意投向稳定的债券，使其错失长期的巨大盈利机会。

后悔厌恶：一个人作出的错误的决定后往往会后悔不已，后悔者感到自己的行为要承担引起损失的责任，会比损失厌恶更加痛苦。为了避免后悔，投资者可能做出一些不理性的行为，如为了等待不必要的信息而推迟决策。

处置效应：过早卖出盈利的股票，长时间不愿卖出亏损股票的现象。这是因为，在盈利时投资者为了避免未来价格下跌的后悔，在亏损时投资者不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿承受兑现亏损的痛苦。

集团的疯狂：与大多数人一样思考、感觉、行动，与大多数人在一起，与大多数人保持一致。投资者趋向于忽略自己的有价值的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策方式。羊群行为表现为在某个时期，大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好。

代表性偏差：人们喜欢把事物分为典型的几个类别，然后，在对事件进行概率估计时，过分强调这种典型类别的重要性，而不顾有关其他潜在可能性的证据。

理性投资态度是避免认知和行为偏差的关键

投资者战胜市场的前提是保持理性，尽可能减少行为认知偏差。行为金融学研究的投资过程中的行为认知偏差，对于我们保持正确的投资态度具有重要的借鉴意义。在巴菲特看来，投资者在投资中情商是更重要的，而不是智商。他说："你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为160的人就能击败智商为130的人的游戏"；"关键是要有一种'金钱头脑'，这并不是智商，而且你必须要有合适的性格。"

格雷厄姆也认为，成功的投资者往往是那些性格稳定的人，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。巴菲特将格雷厄姆的精华总结为："合适的性格与合适的才智相结合，才会产生理性的投资行为。"

巴菲特说："一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又具备必须把他的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来，才有可能取得成功。在我自己与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的市场先生的故事牢记在心非常非常有用。"

战胜市场的根本途径

巴菲特认为战胜市场的根本途径在于利用市场的愚蠢。1983年，巴菲特在年报中引用了凯恩斯的名言："困难的是摆脱旧思想的束缚，而不是新思想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的运用”。巴菲特觉得，在人的本性中，恐惧和贪婪是最容易在投资世界突然爆发并传染性极强的流行病。而且，这些流行病的发生时间却难以预料，由它们引起的市场价格与价值的严重偏离，无论是持续时间还是偏离程度也同样难以预测。因皮，巴菲特永远不会试图去预测恐惧和贪婪任何一种情形的降临或离去，他对投资者定的目标是相当适度的：“我们只是想在别人贪婪时恐惧，而在别人恐惧时贪婪。”

巴菲特认为，战胜市场的前提是你远比市场先生更加了解你的公司并能够正确估价。投资者对公司股票的内在价值进行合理的评估，这就使他能够充分利用市场波动提供的机会进行低价买入。所以投资者应该更喜欢市场下跌，而不是市场上涨。

所以，对于长期投资者来说，要想战胜市场，第一是必须比市场的眼光更长远，专注于公司价值的长期增长，忽略市场的短期波动，以所有者合伙人的态度进行长期投资，比市场更加正确地对股票估价，从而通过买入价格远低于其价值的股票赚取超额利润；其次是要比市场的估值更正确，经常能够远比市场更加了解公司，并能够正确评估公司价值，从而能够充分利用市场下跌的良机低价买入；最后是要比市场更理性，避免把投资建立在自身愚蠢的基础上，而应利用市场的愚蠢赚取超额投资利润。

巴菲特无意去了解公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找可以进一步了解公司业务的所有信息。因此，在他买了股票之后，即使股市停盘上两三年，也不会因此寝食不安。他说：“我从不试图通过股市赚钱。我们购买股票是在假设它们次日关闭股市，或者在 N 年内不重开股市的基础上。……对于我们在喜诗和 H·H·布朗公司所持有的 100% 的股份，我们不需要用每天的行情来打扰我们对于投资利润的幸福期盼。”

股市格言

不做蠢事，不做愚蠢的赌博，只在自己的能力圈内做理性的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点忠告

· 现实中投资者是有限理性的，必须尽可能地克服认识和行为偏差。

· 自己要比市场更理性，用自己的理性来利用市场的愚蠢错误。

· 战胜市场的根本途径在于利用市场的愚蠢，在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

二、股市波动的永恒规律

从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。

——格雷厄姆

在股票市场上，股价总是在波动。那么，股票价格波动的规律是什么呢？1987 年，巴菲特在伯克希尔年报中引用格雷厄姆的话说："从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。"在巴菲特看来，这是关于股市波动的永恒规律。

格雷厄姆认为，内在价值和投机因素是影响股票市场价格的两大类重要因素。价值因素与投机因素的交互作用使股票市场价格围绕股票内在价值不停波动，价值因素只能部分地影响市场价格。价值因素则是由公司经营的客观因素决定，并不能直接被市场或交易者发现，需要通过大量的分析才能在一定程度上近似地确定，通过投资者的感觉和决定，间接地影响市场价格。所以，市场价格经常偏离内在价值。

格雷厄姆说："股票市场本身没有时间进行这种科学的思考。尽管没有什么正确的价值衡量方法，它必须先把价值确立起来，然后再寻找其根据。因此，股票价格不是精心计算的结果，而是不同投资者反应的总体效应。它对实际数据并不作出直接反应，只有当这些数据影响买卖双方的决策时它才作出反应。"格雷厄姆总结为：从短期来看，股市是一台投票机；而从长期来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看，股市是一台称重机。这意味着市场在短期内的价格疯狂波动给投资者带来很大的风险，但是在长期趋势内，市场价格逐渐趋向稳定，对企业价值作出真实反映。

格雷厄姆曾在1949年的《聪明的投资者》中讲述了一段关于“市场先生”的精彩寓言，对股票市场中的价值规律作了非常形象的描述。他说，假设一个投资者拥有某一私营企业2000美元的小额股份，同时，这名投资者还有一个非常乐于助人的同伴，可以称为市场先生。市场先生会每天告诉这位投资者关于他对其股份价值的判断，并根据他的判断提出建议购买投资者的股份或者卖给投资者另外一些股份。有的时候，这位投资者会根据自己对该公司业务发展和前景的分析，会觉得市场先生的想法好像是合理和正确的。但是，更多的实际情况是，市场先生会过于兴奋或过于忧虑，以至于有时让投资者甚至觉得他的建议有些愚蠢。

这时，如果投资者是一个自信和明智的人，他会让市场先生每天的意见来决定对自己2000美元股份的看法吗？当然不会！在聪明的投资者同意市场先生的想法时，或者投资者想和市场先生做交易时，或者当市场先生报给投资者一个高得不可思议的价格时，投资者可能会很高兴把股价出售给他。而市场先生报出一个极低的价格时，这名投资者可能也会同样乐意从他那里购买一些股份。但其他更多的时候，聪明的投资者将会更加明智地根据公司关于其运营和经济状况的报告来形成自己的判断。

所以，格雷厄姆说：“真正的投资者，当他拥有流通的普通股时，应该处于这样的地位：根据他自己的判断和能力，他既可以从每天的市场价格中谋取利润，也可以对此不予理会。他必须关注重要的价格波动。否则他的判断将无据可依。”

随着金融市场的迅速发展，对金融市场的研究也逐渐深入，越来越多的研究证明，格雷厄姆关于市场长期是称重机而短期是投票机的观点是正确的，证券市场价格波动也是基本上符合价值规律的。尽管市场短期波动中经常使价格偏离价值，但市场从长期来说偏离价值的股票市场价格具有向价值回归的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰里米·希格尔对美国股市200年来投资收益率的研究

杰里米·希格尔是沃顿商学院的教授，也是《股票：长线法宝》一书的作者。在这本具有划时代意义的著作中，他对美国1802年以来的市场情况进行了详细的讨论，为股票市场在长期投资中的安全性、稳定性和必要性提供了迄今为止最全面、最有力、最无可辩驳的证据。他的研究发现，1802～1997年约200年间，美国股票的长期平均实际年投资收益率令人惊奇的稳定，尽管股票投资收益率在很多时候都会偏离长期平均水平，但是长期股票实际平均年投资收益率非常稳定，约为7%，大大超过债券的收益率水平。因此，如果投资者能够耐心地积累股票，总能比积累其他金融资产获得更大的收益。他说，如果在1802年向股票投资1美元并把收益不断地再投资于股票，它在1997年年末的价值将接近750万美元。

但实际上，股票投资收益率在很多时候都会偏离长期平均水平，股票实际投资收益率的长期稳定性并不否认这一点。1982年到1997年的牛市使投资者在剔除通货膨胀之后的年收益率达到了12.8%，比它的历史平均水平高出近6%。但这段时期出色的高收益率却并不足以弥补投资者在此前15年间（1966～1981年）遇到的可怕低收益率（实际收益率为负0.4%），在此次牛市之前的15年中，股票投资收益率低于历史平均水平的程度要大于它在此后16年中高于历史平均水平的程度。

巴菲特对美国股市股价波动的研究

1999年11月22日，《财富》杂志刊登了巴菲特的一篇文章。在这篇文章中，巴菲特说，目前股市飙涨，股市整体价格水平偏离内在价值太远了，投资人不要被这种表面的现象冲昏了头，并且预测美国股市不久将大幅下跌，重新向价值回归。果然，2001年网络泡沫破灭，纳斯达克指数下跌近50%。

2001年11月10日，《财富》杂志再次刊登了巴菲特对股市的看法，他再次重申股市整体表现长期来说与美国经济整体成长性相关，过度高涨的价格长期来说肯定会回归于其内在价值。在这篇文章中，巴菲特也证明了美国20年平均整体投资报酬率约为7%左右，并以详细的历史数据解释说明了为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1899～1998 的 100 年间美国股市走势与 GNP（指国民生产总值，与 GDP 指的国内生产总值不同，二者的关系是：GNP 等于 GDP 加上本国投在国外的资本和劳务的收入再减去外国投在本国的资本和劳务的收入）走势完全相背离。巴菲特以详细的历史数据说明了为什么短期来说股市是一个投票机，但长期来说股市却是一个称重机。

影响股价波动的三个关键因素

巴菲特说，短期投资报酬会因为利率、预测投资报酬率、心理因素的综合作用而不断波动。

利率是影响股市的第一个关键经济因素。假设今天市场利率是 7%，那么你未来 1 美元的投资收益的价值就与市场利率为 4% 时的价值有很大差别。利率在经济学中，就好像自然界的地心引力一样，不论何时，不管何地，利率任何的微小波动都会影响到全世界所有资产的价值，不管是哪个行业都是如此，区别也仅仅是影响的效果显著与否而已。一般来讲，利率增长对投资人来说不是什么好事，而大幅下挫则会为投资人带来了福音。

影响股市的第二个关键经济因素是人们对于未来的投资收益率预期。如果公司获利前景预期不佳，投资者的预期就会显著下调，反之亦然。

美国在 1964～1981 年间，以上两个不利因素使投资人对于美国经济失去信心的原因，一方面在于过去企业获利成绩不佳，一方面在于利率过高使投资者对企业未来盈利预期大打折扣。两项因素综合作用，导致 1964～1981 年间美国股市停滞不前。然而这些因素在 1981～1998 年间却完全反转，一方面企业收益率大幅提高，另一方面利率又不断下降使得投资者对于企业的收益预期进一步提高。这两项因素为一个大牛市提供了产生巨大上升动力的燃料。

心理因素是导致股价波动的最后一个因素。当人们看到股市大涨的时候，投机性交易就会爆发，最终导致危险的悲剧一再重演。

衡量股市过热或过冷的定量分析指标

巴菲特认为，投资人想要在股票市场上取得更好的回报，就必须学会如何应对股市非理性行为的爆发。巴菲特通过研究发现，股市的大幅波动经常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与国民经济发展相背离，但股市这种非理性行为的爆发是有周期的，如果通过定量分析的方法，就可以准确判断股市是否过热或过冷，从而在股市非理性的波动中保持理性。如果投资人根据定量分析发现股市过热，就可以理性地决策不再追涨，乘机高价离场。如果投资人根据定量分析发现股市过冷，就可以理性地决策选择合适的股票低价抄底买入。定量分析不会让投资者的分析能力提高到超人的水平，但却能够使投资者避免随波逐流陷入股市的群体性疯狂，避免作出非理性的错误决策。

巴菲特所谓的定量分析的方法其实很简单，就是看“所有上市公司总市值占 GNP 的比率”。巴菲特认为，当所有上市公司总市值占 GNP 的比率在 70% ~80%之间时买入股票，长期而言可能会让投资者有相当不错的报酬，但若这个比率达到200%，像美国 1999 年以及 2000 年中的一段时间那样，那么购买股票就是在玩火。

尽管所有上市公司的总市值占 GNP 的比率这项指标只能告诉投资人有限的信息，但在巴菲特眼里，这是任何时候评断公司价值是否合理的最理想的单一指标。他通过分析美国 80 年来所有上市公司总市值占 GNP 的比率发现，这项指标在 1999 年达到前所未有的高峰，这是一个很重要的警告信号，但当时许多投资者并没意识到这一点，结果在虚高的股市中盲目跟进而吃亏。单纯从理论上讲，如果投资人财富增加的速度比国家总体经济增长的速度更高，那么所有上市公司总市值占 GNP 的比率就必须不断提高，直到无限大，但这在事实上是不可能的。

股市短期波动不可预测，长期波动容易预测

巴菲特认为，股市长期波动具有非常稳定的趋势，非常容易预测，他说：“我认为对股市的长期趋势预测相当容易。……我认为可以很容易地确定，在 20 年期间，投资于利率为 9.5% 的债券，肯定不如投资于平均回报率为 13% 的被称为道琼斯指数的‘准债券’。之所以将道琼斯股票指数称为准债券的原因是：一个债券是指具有一定的期限和一组息票。一个利率为 6% 的债券，每半年付一次 3% 的息票。而股票是一种代表对于特定企业未来盈余具有分配权的金融工具，不管是分配股利、买回股份、出售股权或是清算，事实上都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一种息票。获取息票的所有者随着的股东的变化而变化，但股东们作为一个整体的投资回报将取决于这些息票的多少和支付时机。投资分析的主要目的就是要估计这些息票的具体数值。当然要估计个别股票的息票的多少非常困难，但若要估计所有股票的息票总和就容易多了。1978 年时，根据道琼斯指数股票平均每股账面净资产 850 美元计算的投资报酬率 13%。当然 13% 只是一个平均标准，而不是一个基本水平。你在 1978 年投资股票，事实上相当于买入一种债券，其本金约为 891 美元，年利率非常可能为 13%。”

在 1999 年，巴菲特大胆预测未来 10 年甚至 20 年内，美国投资人股票投资预期报酬率大概在 7% 左右，这正好与希格尔经过统计分析得出美国股市 200 年来长期平均实际投资回报率为 7% 左右的结论非常一致，真可谓是英雄所见略同。

相反，认为预测股市的短期波动是不可能的：“我对预测股市的短期波动无所长，我对未来 6 个月、未来一年或未来两年内的股票市场的走势一无所知。”

市场波动规律对投资人的启示

美国股票显示出惊人的稳定性，过去的 200 年间的年复合实际投资收益率很接近，其他主要国家的股票实际收益率也与美国的情况基本吻合。对于为什么会这样，没有人能够完全解释出股市长期内向价值回归的根本原因，包括像格雷厄姆和巴菲特这样的大师。

1929 年，美国国会对未来可能出现的市场崩盘深感不安，于是安排了一次听证会，并邀请当时华尔街最著名的投资大师格雷厄姆参加了这次听证会。

在听证会上，当被人问到：“当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭个人思考判断你可以用 10 美元买入一只股票，而它的价值是 30 美元的，于是你买进一些股票。但您只有当许许多多其他的人们认为它确实值 30 美元的时候您才能实现您的利润。这个过程是如何产生的？是通过宣传呢？还是什么别的方式？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神奇。但我们从经验上知道，最终市场会使股价达到它的价值。”

类似的事情也在巴菲特的回忆中出现过。当年，他在为格雷厄姆——纽曼公司工作时，问格雷厄姆：“一位投资者如何才能确定，当一家股票的价值被市场低估时，它最终将升值呢?”格雷厄姆耸耸肩，回答说：“市场最终总是这么做的。……从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。”

所以，认识市场的波动规律，对于投资人从资本市场获得成功具有非常重大的意义。假如没有了股票价格的波动，投资人的资本也就没有了用武之地，“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会。”

在价值投资大师的眼中，投资于估值过低股票的投资者总会得到股市特别的偏爱。这是因为，几乎在任何时候，股市都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。接下来，这些估值被过低估计的股票在朝投资者所期望的价值相反的方面，运行相当长时间以检验他的坚定性之后，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。所以，对于一个理性的投资者而言，确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴含着机会和最终利润。

对巴菲特来讲，这种股票市场上的波动正是他采取长期投资策略的根本信心所在，正如他所说：“如果我们发现了我们喜欢的公司，股市的价格高低并不会真正地影响我们的投资决策。我们将通过公司本身的经营情况决定是否投资。”

股市格言

从长期来，偏离价值的股票市场价格具有向价值回归的趋势。

一点忠告

· 股市短期波动不可预测，长期波动容易预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



·利率、预测投资报酬率、心理因素是影响股价波动的三个关键因素。

·用所有上市公司总市值占GNP（国民生产总值）的比率可以判断股市是否过热或过冷。

·一个被过分低估价值的股票股价得到修正，平均需要的时间在半年到两年半之间。

三、信息的收集和解读

最聪明的投资就像在做生意。

——**班杰明·葛拉汉**

对于投资者来说，如何寻找管理良好、所属产业不断发展、没有什么竞争对手的投资目标一直是他们思考的问题。在一个成熟的股市，有几千只上市股票。所以，投资者只要找到少数几家优良上市公司，就足以构成持续一生的投资组合。投资的线索无所不在，价值投资鼻祖、财务分析之父的班杰明·葛拉汉说：最聪明的投资就像在做生意。所以，投资者必须熟知基本的商业概念，如企业创造价值的方式，基本会计和商业术语等。同时，观察力对投资者来说也非常重要，投资者需要各方面的信息，如消费者有没有买这家公司的产品？为什么不买其他东西？别的厂商能不能供应品质更好、价格更低的相同产品？你想投资的公司是否提供合理、甚至卓越的投资报酬率？在巴菲特看来，信息的收集和解读对于股票投资者把握市场来说至关重要。

对公开的信息善加利用

了解公开信息的途径有很多途径，但最重要的是公司年度报告。但是，投资者不要只看一年的，而应该阅读连续几年的报告。几乎所有的上市公司都会有年报，并通过相应的媒体发布。在阅读年报时，首先应该了解的是公司的经营者，看他们连续几年的报告，然后了解公司如何应对不利的局面，如何赚钱，了解公司成长最快的市场或产品及新投资是否锁定成长最快的市场或产品。最后是看数据，了解公司业绩、获利能力和投资的变化。如果公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司有相应的简介，可以让你了解公司的产品种类和可能客户。证券机构的研究报告最好不看，因为这类报告大多品质不佳，而且只注重极短期的预测。优良的分析师一般只研究大公司，且偏重于预测几年内的重要数据。

了解影响公司价值的主要因素

上市公司是出售产品和服务给顾客，所以要看一家公司是否比竞争者更加优秀，可以从毛利等传统比率数字着眼。需要投资者注意的是，这些数字会因为会计方法和资金成本的不同而受到误导，所以自己着手拟订自己感兴趣产业的重要因素会比较实用。

例如，你想投资服装零售商，当然你会对它的毛利有兴趣，可是你也应该注意坪效、出清存货的频率、偿债的频率以及业绩的成长有多少来自现有店面和新店面等数据，且持续观察这些数字在某一期间的变化，以及比较竞争者相同项目的表现。然后，你需要从这些数字的表面下，仔细思考这些数字象征的意义是否符合自己的观察，确定公司的店面是否管理完善，店面生意是否比同业忙碌，店面所在地点是否符合行销策略，有什么竞争威胁，竞争者是否能轻易模仿这家公司的优点，业务的成长是否有障碍，等等。

巴菲特如何考察公司价值

1. 零售业

巴菲特并不喜欢零售业，尽管他在这个行业有几项投资。他在零售业最大的投资是内布拉斯加家具店和席思糖果公司。巴菲特认为，零售业最大的缺点是竞争者很容易抄袭，供应厂商通常不只供货给单一业者，销售地点少有特色，客户服务的革新也可以模仿。巴菲特倾向投资于成本最低的公司。内布拉斯加家具店主要销售项目的每平方米营业额，高于全美国的其他竞争者。内布拉斯加家具店的秘诀是价格低廉，虽然毛利低于同业，但库存周转率较高，空间和存货的投资成本低，加上营业额高，造就了高投资报酬率。

席思糖果的情形稍有不同，它的竞争优势是高级糖果和超一流的客户服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



务。这些是无形的东西，但比地理位置或薪水重要得多。巴菲特找到计算每平方米营业额的方法：他以每家分店售出的糖果重量为根据，然后追踪席思的成长。席思除了每年都能增加每一分店的销售量，也能一直提高售价，其他竞争对手则无法办到。由于材料的使用量和价格增高会影响盈亏底线，巴菲特有效地运用传统的量化指标，例如每平方米的营业额，来寻找席思的品质优势，或内布拉斯加家具店的价格优势。

2. 银行业

由于大部分银行在重要街道设有分行，和其他银行竞售金融商品，所以巴菲特有时会把银行当成零售业者。巴菲特多年来一直在银行业有投资，其中富国银行的投资是银行投资中最经典的一个例子，这在以后的章节会有详述。

大部分银行的获利，主要来自存款和放款，可是存款永远不会停止流入。所以，银行以高利率借款，与坐拥支付利息很低的个别存款账户那么有利可图不同。但是，在昂贵的地段设点服务成千上万小额存款户的高成本问题的解决是件麻烦的事，而放款的获利更难估算，因为你无法知道个人贷款有无长期利润：如果放款无法收回，你可能会亏损；假如真的这样，你会失去利润来源。所以照传统定义，银行不是那么容易分析。但巴菲特按照惯常模式，倾向于投资过去成本低、现在仍然决心压低成本的银行。他考量的首要价值因素是资产报酬率（净获利除以平均总资产）。银行的资产报酬率超过1%的不多，但巴菲特通常寻找资产报酬率远高于1%的银行。

关于投资的一些秘诀

在巴菲特看来，投资者必须学会竞争为思考的重心，考虑要投资的公司的竞争对手及对手加入市场的原因，另外还要考虑潜在的竞争者，同时研究他们的报表和文宣。如果可能的话，更要研究产品，多方面搜寻关于公司的信息。巴菲特在投资迪士尼时，他穿着西装跑到坐满小孩子的戏院里看迪士尼电影。1960年代，美国运通公司发生色拉油丑闻后，巴菲特亲自到餐厅和超市的收银机后面，观察顾客是否和以前一样爱用美国运通信用卡和旅行支票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎所有的价值投资者都非常注重这种脚踏实地的竞争分析方式。投资大师费雪非常注意搜集股市的各种信息，他用心拜访想要投资的对象的管理阶层、竞争对手、顾客和供应厂商后，结果他很清楚谁最擅长做什么。他归纳出 15 个要考虑的问题，在《非常潜力股》一书中有详细说明。这 15 个问题中，许多是关于企业维持业绩成长的能力，少部分是关于管理阶层是否开明和操守如何。巴菲特在读了费雪的名著《怎样选择成长股》后便去找费雪。见过面后，他感到费雪的理念令人折服，对费雪的成长股投资策略非常推崇。他把自己的投资策略描述为："85% 的格雷厄姆加 15% 的费雪"。

巴菲特喜欢彻底了解要投资的公司，不过他的方式是坐着详细阅读年度报告并仔细思考。

股市格言

彻底了解要投资的公司。

一点忠告

· 信息的收集和解读对于股票投资者把握市场来说至关重要。
· 详细阅读连续多年的投资公司的年度报告，并认真思考。
· 投资者必须学会把竞争作为思考的重心。

四、把握安全边际的机会

> 我大胆地将成功投资的秘密精炼成四个字的座右铭：安全边际。
>
> ——格雷厄姆

巴菲特投资可口可乐公司取得了巨大的成功。在全球范围内，可口可乐无所不在，从街头到山顶随处可以见到它的影子。但是，由箭牌公司生产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



口香糖与可口可乐几乎同样普遍。那么巴菲特为什么没有投资这家似乎永久垄断的公司，而选择了可口可乐呢？其中一个重要原因就是：巴菲特认为箭牌的股价过高，缺乏安全边际。

1992 年，巴菲特在伯克希尔的年报中说："我们在买入价格上坚持留有一个安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种'安全边际'原则——格雷厄姆尤其强调这一点——是投资成功的基石。"

安全边际原则的精髓

安全边际在巴菲特的投资原则中占有非常重要的地位，同时这一点也是价值投资的核心概念。尽管如此，但安全边际的定义却非常简单：实质价值或内在价值与价格的顺差，换一种通俗的说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度。对一只股票来说，只有当价值被低估的时候才存在安全边际或安全边际为正，当价值与价格相当的时候安全边际为零，而当价值被高估的时候不存在安全边际或安全边际为负。价值投资者只对价值被低估特别是被严重低估的对象感兴趣。安全边际不保证能避免损失，但能保证获利的机会比损失的机会更多。

与内在价值一样，所谓的安全边际也是一个模糊的概念，仅从定义上我们并不能确定实质价值或内在价值与价格的顺差达到什么程度才能说安全边际足够，并可以买入股票。尽管如引，安全边际对投资者来说仍然意义重大，巴菲特说："我们的股票投资策略持续有效的前提是，我们可以用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资人来说，买入一家优秀公司的股票时支付过高的价格，将抵消这家绩优企业未来 10 年所创造的价值。"对投资者来讲，忽视安全边际，即使买入优秀企业的股票，也会因买价过高而难以盈利。

安全边际在理念上与传统的"富贵险中求"投资观念截然相反。投资者在每次作投资决策或投资活动中，一定是希望风险降到最小，同时希望每次投资活动中都能取得收益的最大化，而安全边际的应用则是最好的办法了。

如果想要的安全边际迟迟不来怎么办呢？那么只有两个字——等待。应用安全边际原则，必须要有足够的耐心，耐心等待机会的来临，这种机会来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自于公司出现暂时问题或市场暂时过度低迷导致优秀公司的股票被过度低估时。巴菲特说："你必须等机会来临时才行动。在生活中我既有过灵感源源不断之时，也有百思而无一得之日。如果我下周有了好主意，我会做一些事。如果没有，我才不会做什么见鬼的事。"

巴菲特的耐心是惊人的，他在大规模投资迪斯尼公司之前，关注了 30 年。巴菲特在 20 世纪 80 年代买入可口可乐之前，已经关注了可口可乐几十年，才等到可口可乐价格下跌形成足够的安全边际，他终于抓住了这绝好的投资机遇。1998 年，巴菲特在以每盎司 5 美元的价格购买了 1.29 亿盎司的白银。巴菲特解释说，他已经对白银市场关注了 30 年，当时白银的价格达到了 650 年来的最低点。

在投资者一生的投资过程中，几乎没有人希望每天都去做交易，实际上这也不可能。如果我们能够手持现金，耐心等待，总会等到一个完美的高安全边际的时刻，因为市场的无效性总会带来价值低估的机会。非洲草原的狮子，它在没有猎物的时候更多地是在草丛中慢慢地等，很有耐心地观察周围情况，直到猎物进入伏击范围才迅疾出手。如果你的投资组合里累计了很多次这样的投资成果，从长期看，你一定会取得远远超出市场回报的机会。所以安全边际的核心就在于把握风险和收益的关系。

安全边际是以“内在价值”为基础的。在“内在价值”的计算中，预期收益率是最有弹性的参数，预期收益率的上升和安全边际的扩大都趋向了一个结果，那就是相对低的买入价格。就实际操作层面而言，阶段性的仓位比例控制也可以视为运用安全边际的辅佐手段。

格雷厄姆和巴菲特这两个大师级的人物之所以都非常强调安全边际原则，之所以都要求一定的安全边际，其根本原因就在于，影响股票市场价格和公司经营的因素非常庞杂。而相对来说，人的预测能力是非常有限的，很容易出现预测失误。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定误差、市场价格在较长时间内仍低于价值、公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍我们投资资本的安全性以及保证我们取得最低程度的满意报酬率。这就是安全边际原则的精髓所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



抓住安全边际的机会

足够的安全边际往往出现在具有持续竞争优势的企业出现暂时性的重大问题时，所以抓住应用安全边际原则进行投资的大好机会，都是在优秀的公司被暂时的巨大问题所困而导致其股票被市场过度低估，或者在市场过度下跌而导致许多公司的股票被过度低估的时候。

对于投资者来说，企业稳定的持续竞争优势和长期盈利能力是保障投资本金的安全性和盈利性的根本原因所在。所以，优秀的公司在遇到一些非常严重的问题时，如果属于暂时性质，对公司长期的竞争优势和盈利能力就不会有有根本性的影响。如果市场在企业出现问题后，发生恐慌，大量抛售股票导致股价大幅下跌，使公司股票被严重低估，这时将为价值投资人带来足够的安全边际和巨大的盈利机会。随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期盈利能力丝毫无损，股价将大幅回升。

慎思明辨，通过表面看到事情的真相，这种分辨能力在股票投资上具有重要作用。巴菲特具有这种能力，他专门购买不受欢迎的好公司股票，喜欢在一个好公司因受到怀疑、恐惧或误解干扰而使股价暂挫时进场投资。巴菲特：“巨大的投资机会来自于优秀的公司被不寻常的环境所困，这时会导致这些公司的股票被错误地低估。”巴菲特正是利用市场对公司股票错误地低估从而恐慌性抛出之机，大量低价买入优秀公司股票并长期持有，从而获得巨大的投资利润。其中两个著名案例是巴菲特在市场恐慌之际低价买入美国运通、富国银行的股票。

巴菲特的合伙人、卓越的投资大师查理·芒格曾说：“一个优秀企业的卓越之处，就在于它能够经受得起某种挫折或损失的考验……如果它经受不住这种考验，它就不是一个值得挖掘的金矿。”

股市下跌是重大利好消息

判断股票价格是过高还是过低了的诀窍在于：在股市过度狂热时，只有极少的股票价格低于其内在价值；在股市过度低迷时，可以购买的价格低于其内在价值的股票是非常多的，可以让投资者因为财力有限而不能充分利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一良机。所以，巴菲特认为，市场下跌使买入股票的成本降低，所以是重大利好消息。

巴菲特在伯克希尔2000年年报中指出："大部分人是对大家都感兴趣的股票有兴趣。无人对股票感兴趣之日，正是你应对股票感兴趣之时。热门股票很难赚到钱。""只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现。"

对巴菲特说，他和他的股东们面临的挑战是要像他们现金增长的速度一样不断想出更多的投资主意，而股市下跌可以给他们带来许多明显的好处，因为这首先可以给他们带来更低的整体收购企业的价格，而低迷的股市会使他们下属的保险公司更容易以有吸引力的低价格来买入卓越企业的股票，包括在他们已经拥有的份额基础上继续增持。

更为重要的是，巴菲特已经买入其股票的那些卓越企业，如可口可乐、富国银行等，会不断回购公司自身的股票。这样做的结果是：这些公司和巴菲特这些股东会因为他们以更便宜的价格回购而受益。

就像一个老饕从不断下跌的食品价格中得到更多实惠一样，伯克希尔和它的长期股东们从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益。所以，当市场狂跌时，巴菲特鼓励他的股东们应该有这种老饕的心态，既不恐慌，也不沮丧。因为对伯克希尔来说，市场下跌反而是重大利好消息。

1972年，美国股市是一个大牛市，股价大幅上涨。当时几乎所有投资基金都集中投资到一群市值规模大的、企业声名显赫的成长股上，如施乐、柯达、宝丽来、雅芳和德克萨斯仪器等等，它们被称为"漂亮50股"。市场上投资者普遍认为这些股票是"安全的"，而且是在任何价位都是安全的，1972年这50只股票的平均市盈率上涨到天文数字般的90倍。

由于股价太高，巴菲特管理的伯克希尔公司无法买到股价合理的股票，巴菲特为此非常苦恼。伯克希尔的保险公司的证券组合价值10100万美元，巴菲特只将其中16%的资金投资于股票，把余下的84%的资金都投资于债券。1973年，"漂亮50股"的股价大幅下跌，道·琼斯指数也不断回落，市场摇摇欲坠。那些1969年上市的公司眼睁睁地看着自己的股票市值跌了一半。

1974年，美国股市已经处于很低的价位，几乎每个公司的市盈率都是个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



位数，以致于当时的媒体说：美国企业正在被抛弃，没有人想再继续持有股票，每个人都在抛售股票。但巴菲特信奉的信条是：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”，所以在大牛市时，巴菲特的投资欲望近乎枯竭，但在熊市里，他的投资欲望却大大膨胀。当 1974 年 10 月初道·琼斯指数从 1000 点狂跌到 580 点、市场一片悲观声时，巴菲特却高声欢呼。他在此股市大萧条时期疯狂地买入股票，活蹦乱跳得像一匹小马驹。他抓住了市场过度低迷而形成的以很大的安全边际买入股票的良机，从而获得了巨大的投资利润。

在此期间巴菲特最成功的投资之一是联合出版公司。1973 年该公司盈利增长了 40%，但其股价却在一个月内从 10 美元/股持续下跌到 7.5 美元/股，市盈率已经低于 5 倍。巴菲特经过分析后坚信自己比市场更了解该企业的内在价值。在 1974 年里，他有 107 天都是在不断地买进联合出版公司的股票，最低买入价格只有 5.5 美元/股。巴菲特在这只股票上总共投资 453 万美元，经过 8 年之后，在 1982 年他持有的联合出版公司股票市值已经上涨到 3431 万美元，涨幅为惊人的 6.6 倍。

除了联合出版公司外，还有华盛顿邮报也是巴菲特在此期间最成功的投资之一，这在后面有详述。

股市格言

安全边际是投资安全和投资盈利的保证。

一点忠告

· 没有机会时千万不要胡乱投资，这时什么也不做是最明智的事。

· 投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入它的股票。

· 忽视安全边际，即使买入优秀企业的股票，也会因买价过高而难以盈利。

· 有了足够的安全边际，才能从容地参与股市这场游戏，但安全边际是越耐心越能得到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、永远做价格合理的生意

投资报酬率的高低取决于你付出的买价。

——沃伦·巴菲特

在巴菲特看来，投资者要永远做价格合理的生意。要想做到这一点，必须认真考虑这两个方面：一个是付出的买价决定投资报酬率，另一个是必须先能够合理地推算出企业的未来盈余。

要让巴菲特长期持有某股票，必须是"企业的股东权益报酬率充满希望并令人满意，或管理者能胜任其职务而且诚实，同时市场价格也没有高估"。如果股票市场确实过分高估某家企业，他就会将其股票卖出。此外，如果他需要现金以购买别家可能被过分低估、或是有同样价值、但他更了解之企业的股份，巴菲特将会出售价值公道或被低估的证券以变现。

买价决定了报酬率的高低

如果有一个人愿意卖给你一个年底收到1100美元的权利，你最高愿意在年初付多少钱买下它？如果你付他1100美元，而他在年底又付你1100美元，你在该年的投资报酬率等于零。然而，如果你付他1000美元，取得在年底收到1100美元的权利，你的获利即为100美元，年报酬率为10%。

接着你回答这个问题：10%的年报酬率与其他投资报酬率相比，是否是好的报酬率？为了回答这个问题，你可以通过多家对比。如果发现银行提供你7%的存款利息，这表示你借给银行1000美元，一年后你将得到1070美元。很明显地，10%的报酬率高于7%。如果你比较过许多不同的投资，仍发现10%的报酬率最高，你可以下此结论：他给你的报酬高于其他的投资。

然后，回到最终的问题上，今天你愿意付出多少价钱，以取得年底回收1100美元的权利？如果你至少要求10%的报酬率，最高价格你只应该付1000美元。如果你付出较低，如950美元，你的获利将是150美元，则报酬率上升（15.7%）。如果你的价格提高，例如付出1050美元，你的获利将减少50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元，报酬率随之下降（只有4.7%）。由此可知，买价愈低报酬率愈高，买价愈高报酬率愈低。付得愈少获利愈多，付得愈多获利愈少。

巴菲特是运用这个道理的能手，他在评估一家企业的价值时的思考流程是，找出每股年盈余，并将这个盈余视为他的投资报酬率。所以，如果一个公司的每股盈余为10美元，股票市价为每股50美元，巴菲特的看法是，他的年投资报酬率为20%，但这10块钱可以配发给股东当作现金股利，或保留在公司内作为企业扩充及营运之用。

因此，如果你每股付出80美元，该股每年配发10美元股利，那么巴菲特计算投资该公司的投资报酬率为12.5%。以这个基础思考，股市价10美元的股票，每年配发每股5美元股利，投资该公司的报酬率是50%。从这个方面可以再一次证明：你的投资报酬率的高低取决于你付出的买价。

可预测的盈余是股票投资中重要的考虑要素，不管你打算持有你所投资的股票多长时间。如果购买一只每股50美元的股票，它最近一年的每股盈余是10美元（等于20%的投资报酬率），而如果下一年度公司不配发任何盈余，那么你的年报酬率为零。巴菲特所要投资的公司是经济状况及管理阶层都扎实健全，并能创造可以合理推估的盈余。只有完全符合这些条件后，巴菲特才可预估该公司的未来投资报酬率及投资该公司的价值。

从上面我们可以发现，巴菲特考虑选股和购买的基本方式不外乎两个方面：付出的买价决定投资报酬率；必须先能合理地推算企业的未来盈余。

找寻低成本公司

研究巴菲特投资经验时会发现，他经常购入以极低成本见称的公司，如报馆、珠宝店、家具店等。这些低成本的公司在日后更趋开放的国际经济环境中，具有更大的发展潜能。近几年来，巴菲特对销售业低成本的公司产生了兴趣，这与他一贯的投资作风是一致的。

毕竟，购入行业的领导公司，并不表示能够确保永远的胜利。但如果购入的是行业成本最低的公司，它霸占市场占有率，只是时间上的问题。因为资讯自由流通造成的透明度和消费者变聪明两大世界趋势，将会促成这些公司的成功。巴菲特曾说，他以前错失购入一家类似公司的机会，他将不会重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

犯这个错误。实际上，他所指的这家公司是全球最大的沃尔玛百货公司。不过，巴菲特到1997年时已开始购入。

低成本公司的威力，从伯克希尔·哈撒韦所投资的几家公司的例子即可看得出来。在美国家具销售业里，除了伯克希尔·哈撒韦以外，成本最低的是全美最大家具零售商Levitz，它的操作成本是营业额的40%，所以它能够收取45%的价格差。换言之，顾客每买100元的家具，其中55元是这家店的家具成本。

NFM成功的方程式与Levitz也相近，首先经营成本实在是够低的。1990年，相较于Levitz的40%与家用电器折扣量贩店CircuitCity的25%，NFM竟只有15%。由于成本低，所以NFM的产品定价就可以比竞争同业低许多，事实上许多通路商也很清楚这一点，所以他们惟一的做法就是尽量远离奥玛哈地区。第三，便宜的价格导致销量大好，从而可以使其备有更多别处所看不到的种类齐全的产品。

试想，当你的操作成本是最佳竞争者的一半时，时间将会是你最好的朋友。只要继续保持这个优势，绝对没人能够击败你。

销售业最佳的情形是，当你成本最低时，你就可以卖得便宜些，吸引到更多的顾客，进而提高销售量。这使你能提供更多种类的选择、更便宜的价格、吸引到更多的消费者，如此良性循环，永无止境，迈向成功。

以最理想的价位买进，才能让生意合算

在1988年的时候，当巴菲特决定购买可口可乐股票的时候，许多人充满怀疑的态度，他们问巴菲特："可口可乐公司的价值在哪里?"巴菲特回答说："可口可乐的价值是它有市场平均值15倍的盈余和12倍的现金流量，以及30%到50%的市场溢价。"

其实，巴菲特愿意投资可口可乐，还有一个重要的原因是：可口可乐有经济商誉作保证，所以他愿意为一个只有6.6%净盈余报酬的企业，付出5倍于账面的价格。在投资上，巴菲特认为价格与价值并没有太大的关系，可口可乐公司的价值主要是取决于企业生存期间现金流量预估值，以适当的折现率折算成现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1988 年，可口可乐公司的股东盈余（净现金流量）等于 8.28 亿美元，30 年期的美国政府公债（无风险利率）利率，大约是 9%。如果在 1988 年可口可乐公司的股东盈余，以 9% 的折现率（巴菲特不会在折现率中加入风险溢酬）折现，可口可乐的价值在当时是 92 亿美元。当巴菲特购买可口可乐的时候，公司的市场价值是 148 亿美元，巴菲特可能花了太多钱买这家公司，但是 92 亿美元是可口可乐公司目前股东盈余的折现价值。因为市场上的其他人乐意付上比可口可乐公司（实值 92 亿美元）实质价值更高的 60% 代价来购买它，显示买主将它未来成长的机会也视为价值的一部分。

如果利用无风险报酬率和股东盈余成长率相减得出的差来增加利润，公司不需要额外的资金就可以增加股东盈余。对于可口可乐公司，它从 1981 年到 1988 年，股东盈余每年以 17.8% 的成长率成长，比无风险报酬率还要快。当这种情形发生时，投资分析人士会使用两阶段折现模型。当一家公司在某几年有特殊的表现，并长期以较稳定的比例成长时，此模型就适合用来计算未来的盈余。

首先，计算可口可乐公司 1988 年时的价值和未来现金的流量是一阶段的流程。1988 年，可口可乐公司的股东盈余是 8.28 亿美元。假设可口可乐公司在未来 10 年内能够以每年度 15% 的比例增加股东盈余（这个比例比公司前 7 年的平均值还低，所以这是个合理的假设）、第 10 年度股东盈余将会等于 33.49 亿美元。如果更进一步地假设在第 11 年度刚开始时，成长率将会减少到每年 5%，使用 9% 的折现率（那时的长期债券利率），所以我们能计算可口可乐公司的实质价值在 1988 年为 482.77 亿美元。

成长率可以不断假设，而这项计算也可以不断重复。假设可口可乐公司的股东盈余在未来 10 年的成长率为 12% 之后，则每年以 5% 成长，以 9% 的折现率计算公司现值是为 381.63 亿美元。若在未来 10 年是以 10% 的比例成长，以后都以 5% 的比例成长，可口可乐的价值将会是 324.97 亿美元。而且如果我们假设所有的成长率皆为 5%，可口可乐的价值也至少是 107 亿美元。

1988 年 6 月，可口可乐公司的价格大约是每股 10 美元。之后的 10 个月内，巴菲特已取得 9340 万股，总计投资 1.23 亿美元，他的平均成本是每股 10.96 美元。到了 1989 年底，可口可乐占伯克希尔·哈撒韦普通股投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的35%。

从实际情况上看，从1980年罗伯特·戈伊祖塔任可口可乐公司总裁开始，可口可乐的股价每年都在增加。在巴菲特购买他的第一张可口可乐公司股票的前五年中，可口可乐股票的股价每年上涨18%，可口可乐表现出了良好的经济状况，所以巴菲特无法以较低的价格买到可口可乐公司的股票。让巴菲特不满意的是，在这段期间道琼斯工业指数也在上扬。尽管可口可乐公司及股票市场都没有机会让他以低廉的价格购得股票，但巴菲特仍然依市价购买，这也再次说明股价与价值之间是没有什么关系的。

在1988年和1989年巴菲特购买可口可乐期间，可口可乐在股票市场上的价值平均为151亿美元。但是巴菲特估计，可口可乐公司的市值大约是从207亿美元（假设股东盈余以5%的比例成长）、324亿美元（假设股东盈余以10%的比例成长）、381亿美元（假设股东盈余以12%的比例成长）到483亿美元之间。

永远做价值合理的生意就是需要低价买进，但这个“低价”是相比较于实质价值而言的。在价格远远低于其实质价值时，巴菲特就会毫不犹豫地买进。

股市格言

永远做价格合理的买卖。

一点忠告

- 付出的买价决定投资报酬率。
- 必须先能合理地推算企业的未来盈余。
- 在价格远远低于其实质价值时，就毫不犹豫地买进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实例学习：巴菲特投资吉列公司

每当我在入睡之前，想到明天会有25亿男士不得不剃须的时候，我的心头就会涌出一丝喜悦。

——沃伦·巴菲特

吉列公司成立于1901年，其总部设于美国波士顿，目前有雇员3万人，主要生产剃须产品、电池和口腔清洁卫生产品。“吉列”曾被誉为“掌握全世界男人的胡子”，其在美国市场占有率高达90%，全球市场的份额达到70%以上。2005年在《商业周刊》评出的世界品牌100强中位列第15位，品牌价值175.3亿美元。

吉列公司的创始人金克·吉列（King C. Gillette）曾是巴尔的摩瓶盖公司的一名推销员。1895年夏天，吉列住在旅馆里，由于要出门推销商品，早晨起来刮胡子。刮脸的刀子太钝，把他的脸刮破了。他很生气，心想用这样的刀子刮脸，真是活受罪，于是决心要发明一种新的剃须刀，无论怎样刮脸，刀子都不会把脸刮破。经过吉列的精心设计，把剃须刀做成耙子样式，让刀片两侧的保护结构使刀片离开皮肤，这样刮脸时再也不会把皮肤刮破了。

经过几年的敲打，吉列发明了用后丢弃的剃须刀片，并很快进入生产阶段。第一个剃刀（附有20片新刀片）于1903年做广告，该年一共售出51副，直到1913年，吉列仅卖出168片刀片和51把刀架。不过，一战给吉列刀片带来了机会，它成了士兵们必备的“军需品”。就这样，到了1917年，吉列刀片创造出1.2亿片销量的市场，市场占有率80%，有44家海外分公司。

上个世纪50年代该公司改名为吉列，虽然创办人吉列早已卖出持股。那时吉列已是美国刮胡刀的第一品牌，其声誉来自优良的产品和大手笔广告。到了80年代，吉列不断投资于刮胡刀业务，借产品研发击败竞争者，同时把产品扩展到刮胡泡沫、百灵（Braun）电胡刀等相关用品，此外还收购其他消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费产品业者，例如威迪文（Water-man）和比百美（Papermate）等书写用品厂商。

吉列出色的产品和行销，使市场占有率和获利上升，本行业的业绩突出。而在华尔街，吉列多年的稳定成长和保守的财务，始终被视为值得购并的对象。巴菲特自从20世纪80年代中期开始便持有吉列（Gillette）的股票，吉列股票也是他的核心持股之一。对于这只股票，巴菲特选择了长线投资，并且实现了账面价值从6亿美元到51亿美元的增长。

从6亿美元到51亿美元

巴菲特对吉列的投资是通过其手下的投资企业伯克夏公司进行的。巴菲特对吉列品牌深信不疑，他说："每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨会有25亿的男性要刮胡子的时候，我的心头会涌起一丝喜悦，……吉列刀片已经有100多年的历史。消费者需不断更新自己的刀片，所以他们对吉列公司产品的消费支出也会不断增加。"

1989年伯克夏公司开始入股吉列，巴菲特当时以6亿美元买下近9900万股吉列股票，并且协助吉列成功地抵挡住投机者的恶意收购攻势。在随后的十多年中，巴菲特抱牢吉列持股，即使上世纪90年代末期吉列股价大跌引发其他大股东抛售股票时也不为所动。

2004年底巴菲特持有吉列的股票市值为42.99亿美元，巴菲特当初投资的6亿美元在14年间盈利36.99亿美元，投资收益率高达616.5%。2005年1月28日，吉列因被宝洁并购而股价每股猛涨5.75美元至51.6美元，这使巴菲特吉列持股总市值冲破51亿美元。不仅如此，并购达成后，巴菲特持有的吉列9600万股将转化为9360万股宝洁股票，相当于宝洁总股份的3%。

超级长期的稳定核心业务

吉列公司最主要的业务是剃须刀和刀片业务，在其100多年的历史中，吉列开创了许许多多的行业第一：剃须刀架（1946年）、双刀剃须刀（1971年）、旋转头剃须刀（1977年）、弹簧剃须刀（1990年）以及"锋速3"剃须刀。2004年12月，吉列公布其最新的剃刀——女用Venus Vibrance剃刀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



除此之外，吉列还是世界最大的书写笔制造商（生产钢笔、原子笔、签字笔和立可白修正液），清洁和美容保养产品在几个重要的国际市场也占有一定的份额。吉列的清洁和美容保养产品包括体香剂、美发和护肤产品，以及刮胡膏和胡后水。因此，吉列的主要获利来源仍然是胡子用品。

1920年代，吉列成为全球刮胡刀的领导品牌，此后数十年一直保持霸主地位，消费产品类的厂商很少有这样的成绩。究其原因，就是消费者喜欢顺畅的刮胡感觉，除非有特别的好处，否则不愿意更换品牌。同时，吉列也在不断加强创新，改良刀片，避免消费者更换品牌。

巴菲特在伯克夏公司1989年的年报中对当年投资吉列进行说明时指出，投资该公司最主要的原因是吉列拥有一个稳定的、好的核心业务，他曾说："吉列这家公司的业务正是我们所喜爱的那种类型，查理（巴菲特的合伙人）跟我都熟悉这个产业的情况，因此我们相信可以对这家公司的未来进行合理的预测。"

管理阶层是否为公司创造价值

柯尔曼·莫克勒（Colman Mockler）和他的经营团队于1976年开始管理吉列，停止瓦斯、石油等不相关业务后，他们把经营重点放在了三个方面：第一，推出消费者喜欢取向的新产品，以保持行业的领先优势；第二是加强国际市场的销售和占有率；第三，继续严格控制营运资金、资本支出和一般开支。巴菲特在考察吉列公司团队时说，柯尔曼·莫克勒除了杰出的管理能力，也兼具操守、勇气与谦虚等美德。结果正所巴菲特所料，在随后的几年里，柯尔曼·莫克勒团队的三个目标都得以达成。

公司是否为股东创造价值

1978年投资100美元在吉列的股票，10年后会成为828美元，等于每年增值24%，以大盘指数两倍的复利速度增值。1970年代，吉列的获利和股票数量小幅成长，因而盈余表现平平。随着公司积极买回股票，有两年的获利成长速度加快，每股获利的成长速度更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有无替代产品

刮胡子本身没有办法可以替代，而有留胡子习惯的人却越来越少了。尽管吉列的直接竞争对手，如舒适牌（Schick〉、百利和双箭牌弋 Wilkinson Sword）的某些小产品在某些国家领先吉列，许多超市、化学厂商和连锁药房也销售自有品牌，可是没有任何公司可以和吉列超过60%的占有率抗衡，行销网的范围、品牌认同度或产品研发的投资也无人能及。

财务分析

柯尔曼·莫克勒管理吉列期间，销售额成长80%，等于平均每年成长7%，净收入增加142%，也就是平均每年增加10%。买回股票造成每股获利成长166%，等于平均每年11%。3项数字最后5年的成长速度增加很快，分别是平均每年12%、14%和17%。在巴菲特买进股份时，柯尔曼莫·克勒已担任吉列的董事长和总裁超过10年。

吉列的资产负债表一目了然，将近36亿美元的年销售额背后，有稳定的营运资金支撑——约7亿美元，即两个月左右的销售额。尽管资本支出、营运资金和股利把尚未扣除特别支出和折旧的净收益消耗殆尽，但对于一家成长快速的制造业厂商来说，这个情形算是正常。资本支出和现有的厂房投资比起来似乎很大，但这种投资的报酬率很高，所以多多益善。总体上来说，现金没有什么变化，这样的局面很容易维持。

虽然吉列谨慎地买回股票，这么大的手笔顶多只能维持两三年。事实上，买回股票的目标已经达成，让股票对依赖融资进行购并的突袭者失去吸引力。吉列以负债替代股东权益，但营运尚未受影响。吉列是行销体系最优秀的美国企业之一——在28个国家设厂生产，200个国家销售。吉列四分之三的员工是在美国之外的国家工作。所以，虽然美国本土的毛利率高于海外市场，但两个市场的毛利率都有上升。最重要的趋势是，销售额在两年内大增27%，且主要来自外销市场。

资金来源

吉列公司的业务不会累积现金却维持高成长率的一个重要原因是，吉列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的净收益以及净收益加折旧比起来，资本支出和营运资金的成长速度很大。和盈余比起来，吉列实际的厂房和营运资金不多。14亿美元的营业资产（应收账款+存货+厂房-应付账款），产生6亿美元的营业获利（尚未扣除利息、税赋和股利），假设营业所得税率是40%，报酬率有26%。这样的报酬率非常显著，显示吉列拥有资产负债表上看不到的资产带来的经济商誉——品牌、市场占有率、行销体系和产品的研发。

吉列1988年的净收益是26900万美元。巴菲特在1989年7月买进公司股票。那年第一季的获利微幅成长，但因流通股票锐减而使每股获利大增。巴菲特不太可能推测吉列的每股获利会高于2.7美元，也就是比1988年的2.45美元增加10%。1988年的平均资金报酬率是24%，新增资金的报酬率增加32%。巴菲特一向强调："确实的数字并不重要，只要有安全边际就可以，采用比较保守的24%，加上已经知道报酬会成长，我们就拥有安全边际。"

巴菲特采取的投资策略

在当时，吉列的股价相对来说积弱不振，公司的市盈率在10~20倍之间起伏。再加上吉列的贷款不多，因而成为购并突袭的目标。在高收益债券和银行融资支持下，有露华浓之类的基金，企图以低价并购借贷较少的企业。吉列的经营团队在1988年之前面临四次购并威胁。在最后两次，公司为了让并购者知难而退，把财务情况弄到让依赖融资的并购者失去胃口，同时买回近13亿美元的股票。

吉列之所以遇到这样的问题，是因为有不少公司认为，吉列这种企业的大量零成本现金流量，很快就能清偿因为购并产生的债务，尤其是能够降低成本和延缓研发的情况下更是如此。巴菲特对此的看法是，并购者企图以低价取得控制权。一般投资人按兵不动，等待股价回档比较有利。吉列的主管对抗以低价突袭者和卖回股票的突袭者的方式，获得巴菲特肯定。具有讽刺意味的是，恶化财务情况的做法成功吓阻突袭者，但也吓跑了一些保守的投资人，因而股价1988年一蹶不振。但同时，这个情形无疑也吸引了巴菲特的投资。

巴菲特的投资都有趣，他不仅从投资中获益，还能赢得不少赞誉。他总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是以救星的姿态参与一些投资，如1989年买进吉列、全美航空和冠军国际纸业的可转换优先股，让三家公司的经营团队有时间重整。1987年，巴菲特曾基于相同原因投资所罗门，帮它逃过露华浓的购并，1991年也拯救过美国运通。

巴菲特1989年投资6亿美元，购买有固定8.75%股利的吉列优先股。巴菲特可以在10年后卖掉优先股，或以每股50美元转换成普通股。8.75%的固定股利，使优先股的价值只略高于国库债券，比起现金更好不了多少。

当时长期国库债券的增值率是8%，安全边际如此小，所以吉利优先股最大的好处是可以转换。和巴菲特1989年投资的其他优先股不同的是，巴菲特和曼格熟知吉列的状况，他们相信一定能拿到股利并且能转换成普通股。通过计算可以知道，吉列当时每股的实质价值是65美元，以50美元转换成普通股的权利，只让波克夏得到23%的安全边际。巴菲特的考量是，由于报酬低于一般投资，较低的安全边际很合理。这是巴菲特一贯的理念，以零风险得到一些获利的机会。

巴菲特确实在期限一到就马上换成普通股，所以上面的看法可能正确，虽然这是事后观察的结果。假如吉列的业绩恶化，而且股价大跌，巴菲特很可能不会转换。巴菲特投资的6亿美元立刻让吉列免于负债，并使利息偿付比率回到6倍以上。这是个假的好消息，因为利息负担变成股利负担。不过，重要的是，吉列比较不会受主要债权人追讨，且因巴菲特成为股东，也会吓跑并购者，减少再度举债的需要。

巴菲特的第二次决策

1991年，当时吉列普通股价格约70美元，吉列告知巴菲特可以把优先股脱手，因此巴菲特换成1200万股普通股的权利，价值84000万美元。减去1989年到当时的优先股股利，巴菲特的账面获利是24000万美元。不论是卖掉股票获利结束或继续持有，巴菲特都必须作第二次决策。

第二次的投资决策比第一次简单。巴菲特已成为吉列的董事，他和曼格看到感应刮胡刀的成功和其他产品的业绩成长，而且他们知道，吉列的销售额和获利必定会不断成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在这种环境下，他们不可能就是一次获利结束，而是肯定会继续持有。尽管如此，我们还可以计算实质价值有无增加，是否还有安全边际。

吉列在1988年之后不曾买回股票，因此巴菲特6亿美元的投资，以及成长速度大于资金支出的净收益，使得1990年底的长期负债减少到略高于10亿美元。1990年的股东权益只有26500万美元，小得不足以计算长期的股东权益报酬率。1990年的平均资金报酬率高达38%。由于1989年投资总额减少，无法计算新增资金的报酬增加幅度。不过，1988年和1990年投资的报酬率增幅在35%左右。

当时吉列股票市价70美元，因此具有38%的安全边际（若以转换价格计算，则为55%）。

$3.2\times35\%/(10\%)^2=112$ 美元

投资吉列公司收益

投资6亿美元，盈利45亿美元。

吉列公司分析模式

- 长期稳定业务：在本领域创造了100多年的商业传奇；
- 经济特许权：其品牌不断创新并难以模仿；
- 明星经理人：有巴菲特敬佩的商业天才管理企业；
- 产品盈利能力：超一流的优质产品创造了超一流的市场份额；
- 权益资本盈利能力：国际市场持续增长带来盈利持续增长；
- 留存收益盈利能力：1美元留存收益创造9.21美元市值增长；
- 内在价值：惊人成长创造惊人价值；
- 安全边际：白衣骑士享受低价待遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
选股——投资企业的未来

一、从企业前途的角度投资

投资股市的实质就是投资企业的发展前景。

——沃伦·巴菲特

选择股票进行投资，实际上就是投资企业的未来，这对巴菲特来说，是一个需要严格遵守的投资原则。他说，投资股市的实质就是投资企业的发展前景，永远都必须坚守这条原则。坚守这条原则，可以从别人的错误行为中吸取经验，从别人由于恐惧和贪婪所犯的错误中记取教训。

巴菲特对公司利润的见解

理解巴菲特对于公司利润的独到见解可以更好的理解巴菲特从企业前途角度投资的观点。在巴菲特看来，一个公司的利润与股东在公司里的所有权成正比。因此，如果一个公司一股赚 10 美元，巴菲特拥有该公司 1000 股的股票，那么他就认为他赚了 10000 美元。

这个时候，这家公司就得面临两种选择：一是透过红利付出 10000 美元，二是保留盈余进行再投资，从而提高公司的内在价值。如果公司选择了第二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



点，巴菲特认为通过一段时间，股票市场价格会由于公司内在价值的提高而提高。因为，如果一个公司能以较高的收益进行再投资，那么就应该保留所有盈利，因为这样可以使投资者与分得红利相比，获得更高的报酬率。

巴菲特的这种观点与华尔街长期存在的观点是相反的。在华尔街，许多人长期以来反对公司不付任何红利而保留全部盈利。这种偏见有其根源，早在20世纪初期，人们普遍投资购买的是债券而不是股票。债券比较安全，它是由公司资产作担保的，当公司破产时，债券持有者可以优先受偿。而且，债券按季付息，如果投资者当季没有收到利息单，那么他就知道公司存在麻烦，从而作出应对决策。这种观点一直延续到现在，尽管普通股的价值和地位极大的提高，但如果人们没有定期收到利息，仍然难以心安。

所以，华尔街的专家们都避免向不发放红利的公司投资，他们认为不发放红利是公司衰落的象征。在现在的一些证券投资家眼里，发放红利的公司的地位较高，不发放红利的公司地位较低，哪怕公司不发红利的选择是正确的。

在巴菲特的计算逻辑里，普通股有与债券共同的特征。对于普通股来说，公司的纯收益就是可付的利息。他计算收益率是用公司每股股票的净盈利除以每股买价算出的。例如，此种股票的买价是5美元，每年净盈利1美元，那么它的收益率为20%。尽管这种计算必须假定公司盈利的可预测性，但在现实操作中，如果你想购买股市上的一种股票，必须清楚它每年能赚多少，它的卖价是多少。透过这两个数字，只要简单相除就能计算出你对该项投资的报酬率。巴菲特始终恪守他的原则：买价决定收益率，所以不管是购买整个企业还是购买企业的一股股票，他都是这样做的。

了解投资企业的经济状况

在对企业管理状况的看法上，巴菲特有一个著名的比喻。他说：“有两个船长，其中一个比另一个有经验得多，在一次比赛中，你给那个更有经验的人一艘橡皮艇，而给另一个人一艘赛艇，你觉得谁会赢呢?”

很显然，无论经验多么丰富，用橡皮艇和赛艇比赛是必输无疑的，对于企业也是这样。众多企业经营状况的差距在很大程度是由企业内在的经济情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况决定的。如果企业内在的经济情况不好，管理者再优秀也无济于事。相反，对于一个经营状况非常好的企业来讲，情况也是如此。因为即使对一个非常愚蠢的管理者来说，要想把一个优秀企业的经济状况弄糟，也不是件容易的事。

所以，以至于巴菲特经常说，他只对那些内在经济状况如此之好，即使是傻瓜也能将其经营得很好的企业感兴趣，从而愿意向这些企业投资。

正是基于此，投资者在考虑是否向一个企业进行投资时，最先看的应该是它的经济状况，而不是其管理人员。

了解投资企业的管理情况

诚实是经理人员最重要的品质。成功投资的一个关键因素就在于，经理人员的出发点与巴菲特等投资者的出发点一样，即从企业前途角度考虑。正如一句谚语所说：经理人员不仅要求勤奋和聪明，而且也必须诚实，因为如果不诚实，那么前两个品质“勤奋和聪明”就会蒙骗你。诚实的经理会像对待自己的财产一样来运用公司的财产，因而就不会浪费股东们的资金。

另外，作为一名具有专业知识的经理人员，应有下列比较显著的才能：

（1）尽可能多地保留盈余；

（2）有效率地分配资金；

（3）如果没有其他合适的投资机会，就可以分发保留盈余或者用其购回公司股票。

巴菲特相信，当购回股票有利时，经理人员就利用多余的保留盈余购买本公司的股票。这是能显示经理人员的良好意图的一个基本特征。因为，当公司购回股票的价格可以使公司获得高于其他投资的收益时，这对那些仍持有本公司股票的股东来讲就是件好事。因为他们的占有率越来越大，而他们却可以什么也不必做。

1989 年到 1992 年期间，美国大都会公司的经理人员就通过回购股票而让股东的财富大幅增加。当时，公司的经理人员认为，大都会公司是个大的广播公司，它也必须投资于自己了解的行业——广播业。于是，他花了大约 4 亿美元，购回了本公司 100 万股股票。由于在那段时间，私人市场上广播公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司的股价都非常高，而股票市场上公司的股价与私人市场的非公开交易相比要低得多，所以公司的经理人员发现本公司的股票价格与在私人市场相比要低得多，于是他们就买回了本公司的股票，这比购买那些私人持有的股票要划算得多。这一举动增加了那些仍持有股票的股东们的财富。

从上面的例子可以看出，投资者需要诚实的经理人员，只有这样他们才能以增加股东财富为目标，而不是去追求办公场所或出行的气派。

伯纳德·巴鲁奇是20世纪二三十年代华尔街德高望重的专家，他在列出其投资标准时曾经说过："最重要的就是经理人员的品格和才能。我宁愿要少的钱和好的经理人员，而不愿意要多的钱和差的经理人员，因为差的经理人员会毁掉好的前途。在评价企业未来发展的前景时，经理人员的素质至关重要。"

由于经理人员对股东的资金具有绝对的控制权，如果投资者不喜欢经理人员所做的事情，可以透过挑选新的经理来替换他，或者卖掉你所持有的股票。

两类最值得投资的公司

如今，在全球经济一体化趋势加重、商业竞争越来越激烈的形势下，企业若想生存，就必须能够不断地满足日益变化的消费者的需求。随着竞争的加剧、科学技术的突飞猛进和信息透明度的增加，以前需要10年才可能淘汰的公司，现在可能只需要一年就够了。所以，对于投资者来说，在未来十几年，不仅会看到跟不上时代潮流的公司被淘汰，而且也将会看到前所未有的淘汰速度。

这种市场状况的改变对于投资者来说具有很大的意义。例如，如果投资者不小心选择了管理不当或不尊重消费者的公司进行投资，可能还来不及找些时间坐下来阅读财务报告，自己的股票就已经变得一文不值了。所以，在巴菲特看来，只有两类公司可以避免这种情况，当然也最值得投资人投资：

（1）有良好美誉度的品牌公司，这是消费者因认同品牌而不管怎样都会购入产品的公司；

（2）富有效率的公司，它们是在行业中经营成本最低的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司，一旦它的品牌拥有了良好的美誉度，本身就是一笔无形的巨大资产。对于这类消费者所认同的公司，大家心里觉得这个品牌信誉好，或只是感觉上比较喜欢用这个牌子，可口可乐、百事可乐等就是例子。品牌公司使投资者不必担心有后来者以更高效率的方式操作，把投资公司逼到破产的边缘。对于另一类极富经营效率的公司，它们自然也是本行业里经营成本最低的公司，比如速食业的麦当劳、百货业的龙头沃尔玛公司和家乐福、家具零售业的 NFM。

在以前竞争不是非常激烈、信息技术流通速度较低的社会，竞争者想通过模仿行业领导公司的可能性并不大，但今日在资金、技术和紧接而来的人力自由流通帮助下，一家企业除非能够建立起类似“品牌公司”的威力，否则不论拥有什么市场或行业的创意，很快地就会被人模仿甚至是超越。那个时候，行业里的最终胜利者，不是创造那个概念的公司，而是操作效率最高、成本最低的那家公司，美国联邦快递公司就是一个明显的例子。尽管联邦快递是创立全球首家隔天快邮的公司，但这个利用飞机输送货物和包裹的概念并不能享有专利权，人人都能效仿，因此引发了好几家公司随后激烈竞争市场的现象。

百货业的巨头沃尔玛的营业额是排名第二的竞争者两倍，但不要以此以为沃尔玛公司是第一家创立价值概念或依靠品牌成功的公司。实际情况是，当沃尔玛公司成立的时候，美国境内已有好几家公司实行价值概念，而且规模已是它的上百倍了。而且，沃尔玛的品牌价值也并不出众。它的成功依赖的是高效率的操作，成为行业里每平方米每个职员卖得最多、卖得最快、失窃率最低、营业额最高、给消费者让利最大却盈利最大的百货公司。

对于投资者来说，如果能按巴菲特所说的对这两类公司进行投资，其风险会大大降低，并能获得可观的回报。

股市格言

对那些内在经济状况如此之好，即使是傻瓜也能将其经营得很好的企业保持兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一点忠告

· 买价决定收益率，不管是购买整个企业还是购买企业的一股股票。

· 投资者在考虑是否向一个企业进行投资时，最先看的应该是它的经济状况。

· 良好美誉度的品牌公司和富有效率的公司最值得关注。

二、以超明星企业为首选目标

寻找超级明星，给我们提供了走向成功的惟一机会。

——沃伦·巴菲特

对投资者来讲，选择目标企业是投资操作的第一步。在选择目标企业上，巴菲特的基本原则是：买入具有持续竞争优势的企业。与一般投资者只关注股价是否便宜完全不同，巴菲特最关注公司的持续竞争优势。

1991 年，巴菲特在伯克希尔的年报中说：“我们始终在寻找有可以理解的、持续的和罕见的良好经营业绩的大型公司，这些公司由能力非凡并且为股东着想的管理人员运作。这个重要的条件并不能保证利润：我们不仅必须以合理的价格买入，而且要从我们拥有的公司获得与我们的预期一致的业绩。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。”

1992 年，巴菲特说：“我们的股票投资策略与过去我们在 1977 年年报中所谈到的没有什么变化：我们选择可流通的证券与评估一家需要整体收购的企业的方法极为相似。我们的投资目标是这样的企业：第一，我们能够了解；第二，有长期良好发展前景；第三、由诚实和正直的人经营管理；第四，能以有吸引力的价格买入。”

1994 年，巴菲特在年报中又重述他的观点：“真正伟大的投资理念经常能用简单的一句话来概括：我们喜欢一个具有持续竞争优势的企业，且这个企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业由一群为股东服务的人来管理。”

“对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。”

巴菲特之所以选择投资于具有持续竞争优势的超级明星企业，是因为具有突出竞争优势的企业，具有超出产业平均水平的超额盈利能力，长期来说能够创造远远高于一般企业的价值增值。所以，巴菲特在 1989 年年报中反思他在前 25 年的投资生涯中所犯的错误后得出一个结论：以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比（基于持续竞争优势的价值投资策略）用非同一般的好价格买下一家一般的公司要好得多。

在巴菲特看来，他所犯的第一个错误是买下伯克希尔公司的控制权。当时，尽管巴菲特不太看好伯克希尔纺织业务的发展前景，但由于当时公司的价格实在是太便宜了，所以巴菲特还是在诱惑下买进了伯克希尔的股票。尽管在巴菲特早期的投资生涯中买入这样的股票可以让他获得不错的收益，但到投资伯克希尔之后的一段时间，巴菲特就开始发现这种投资策略并不太好。换句话说，巴菲特并不赞同“雪茄烟蒂”的投资方法。他说：“在大街上捡到一只雪茄烟蒂，短得只能再抽一口，也许冒不出多少烟，但‘买便宜货’的方式却要从那仅剩的一口中发掘出所有的利润，如同一个瘾君子想要从那短得只能抽一口的烟蒂中得到天堂般的享受。”

“雪茄烟蒂”的投资方法表现在投资中与巴菲特最初买进伯克希尔时一样，就是以相当低的价格买进一家公司的股票。通常情况下，这家公司经营会有所改善，使你有机会以不错的获利把股票出手，尽管这家公司的长期表现可能会非常糟糕。

巴菲特认为，这种投资方法是非常愚蠢的，因为他觉得，如果没有内在增长潜力，即使看起来非常便宜的价格可能到最后也是一钱不值。对于那些陷入困境的企业中，一个问题还没解决，另外一个问题就冒了出来。更重要的是，对于缺乏优秀潜质的企业来说，它的低价优势很快地就会被企业过低的投资回报率所侵蚀。例如，你用 600 万美元买下一家出售价格或清算价值达 800 万美元的公司，如果你能马上把这家公司进行出售或清算，你能够实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现非常可观的投资回报。但是，如果你10年后才能出售这家公司，而在这10年间这家公司盈利很少，只能派发相当于投资成本很少几个百分点的股利的话，那么这项投资的回报将会非常令人失望。所以，巴菲特说："时间是优秀企业的朋友，却是平庸企业的敌人。"他一再告诫投资者，除非自己是一个清算专家，否则不要进行这种带有投机性质的投资。

上述投资道理也许听起来再浅显不过了，但却是巴菲特经历了惨痛的教训后才真正领会到的，也在巴菲特在多次的教训中学习了好几遍才掌握的。

当初，巴菲特在买下伯克希尔后不久，通过一家后来并入伯克希尔公司的 Diversified Retailing 公司，买下了一家位于美国马里兰州巴尔的摩市的一家名为 Hochs-child Kohn 的百货公司。尽管这家公司的经理人非常优秀，尽管巴菲特以低于账面价值相当大的折扣价格买入，尽管这笔交易还包括一些额外的利益，如未入账的不动产价值和大量采取后进先出法的存货准备，但三年后巴菲特还是以相当于买入成本左右的价格脱手了这家公司。这次投资尽管没有赚得多少收益，但不亏本巴菲特已经感觉非常幸运了。巴菲特用当时美国乡村歌曲中丈夫们所唱的歌词描述自己的当时的感觉："我的老婆跟我最好的朋友跑了，然而我还是非常挂念我的朋友!"

正是通过上面的例子，巴菲特得出来结论——以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。同时，巴菲特还坚持一点，那就是：不但要坚持寻找一流的公司，同时还要坚持这些一流公司有一流的管理层。

巴菲特与他的老师格雷厄姆投资普通公司的短期投资和分散投资不同，他只集中投资于具有高于产业平均水平的超额盈利能力的优秀公司的股票并长期持有。尽管优秀企业相对于普通企业具有超额价值能力，且为数很少，能够以合理的价格买到大量股票的优秀企业更是难上加难，但巴菲特在随后的投资中始终坚持这一点，结果比格雷厄姆获得了更多的投资利润。

巴菲特走出了格雷厄姆只投资于普通企业廉价股的局限，这一投资思想的转变深受他的合作伙伴、伯克希尔副董事长查理·芒格的影响，同时吸收了菲利普·A·费雪投资于优秀企业的投资思想，从而使自己的投资策略有了根本性的飞跃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说："如同格雷厄姆教导我挑选廉价股，芒格不断告诫我不要只买进便宜货，这是他对我最大的影响，让我摆脱了格雷厄姆观点的局限，这就是芒格思想的力量，他拓展了我的视野。""如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。"这些话说起来简单，但巴菲特还是花了很多时间，才把他从格雷厄姆和芒格那儿所学到的东西进行融合，最后"开始对以合理的价格买进优秀的公司很感兴趣"。

在后来的伯克希尔所有的投资活动中，最让他和伙伴查理·芒格感到兴奋的是买入一家由他们喜爱、相信且敬重的人管理的、具有非常出众的经济前景的卓越企业。尽管这种买入机会非常难碰到，但他们始终在寻找。巴菲特说，在寻找过程中，他们的态度与寻找终身伴侣的态度完全相同："我们需要积极的行动、高昂的兴趣和开放的思维，但并不需要急于求成。"

巴菲特一再强调，在投资中，投资人要关注的是企业，而不是市场，选择股票的本质是选择公司。在投资的时候，他把股票看作企业，把自己看成是公司分析师——而不是市场分析师，也不是宏观市场分析师，甚至不是证券分析师。在巴菲特看来，投资者的经济命运将取决于他所拥有的企业的经济命运，无论他的所有权是部分的还是全部的。

所以，巴菲特选择投资目标企业的态度如同选择结婚对象一样："投资很像选择心爱的人。苦思冥想，列出一份你梦中的她需要具备优点的清单。然后找呀找呀，突然碰到了你中意的那个她，于是你们就结合了。"

那么，如何分析企业来寻找超级明星呢？1994 年时，巴菲特与一些学生的谈话可能会为我们提供某些启示：

"一段时间内，我会选择某一个行业，对其中 6～7 家的企业进行仔细研究。我不会听从任何关于这个行业的陈词滥调，我努力通过自己的独立思考来找出答案。比如我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司，我会让自己沉浸于想象之中：如果我刚刚继承了这家公司，而且它将是我们家庭永远持有的惟一财产。那么，我将如何管理这家公司？我应该考虑哪些因素的影响？我需要担心什么？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我将走出办公室与客户谈话。我从这些谈话中会发现，我这家企业与其他企业相比，具有什么样的优势与劣势？如果你进行了这样的分析，你可能会比管理层更深刻了解这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家公司。”

所以，对于选股的关键，巴菲特认为不是确定这个产业将会增长多少，或者某个产业对社会的影响力有多大，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。

总结巴菲特的投资论述与选股经验，可以归纳出以下巴菲特选股“三步曲”：

（1）寻找具有长期稳定性的产业进入；

（2）在此产业中选择具有突出竞争优势的超明星企业；

（3）选择以合适的价格买进具有长期可持续性竞争优势的超明星企业。

股市格言

寻找具有持续竞争优势的且由一群为股东服务的人作为管理层的企业进行投资。

一点忠告

·以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司要好得多。

·时间是优秀企业的朋友，却是平庸企业的敌人，所以永远不要进行带有投机性质的投资。

三、寻找长期稳定的产业

我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业。

——沃伦·巴菲特

在巴菲特看来，行业素质比什么都重要。投资一家企业，就是投资企业的未来。对于一家上市公司而言，过去的辉煌业迹和今日的妥善经营，虽是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好事，但都已反映在今日的股价上了。因此，对于投资人而言，能否获利的要件，是未来的成绩。

巴菲特曾说过，真正决定投资成败的，是公司未来的表现。试想，如果投资成败决定于过去和今日，那任何人都能投资致富，根本也不需要很强的分析能力，因为过去和今日的业绩都是公开的，是人人都知道的。就因为投资成绩是由未来而定，所以巴菲特认为，行业的性质比经理人的素质更重要。如果行业不稳定，那么企业未来就难以预料了。

所以，巴菲特喜欢选择长期稳定的产业，喜欢那种不需要管理仍能赚大钱的行业，它们是巴菲特喜欢从事的那种行业。在这些行业中，投资一家甚至连傻子都可以经营的企业，因为有朝一日可能真的有傻子这么做。

在每个行业里都有着不同程度的竞争情形。有些行业很容易进入，因此竞争异常激烈，另一些行业则因消费者注重品牌等因素，而使得整个行业年年获利良好。巴菲特说，从第一家的民航公司算起，几十年来，整个民航事业是没有半点行业收益的。自从巴菲特 20 世纪 80 年代投资美国主要民航公司之一的“USAIR”没取得盈利之后，伯克希尔·哈撒韦的投资标准是，就算是没有亏掉本钱，只要是没有可观的利润，已是一种失败。

巴菲特说，有一些行业，竞争是非常激烈的，比如超级市场就是一个例子，而另一些则没有这么激烈的竞争。消费者也可以亲眼看到，超级市场价格竞争激烈，经理人必须时常关注对手的降价情形，以作出对策。比如世界最大的百货连锁公司沃尔玛的创办人沃尔顿先生在世时就是经常到主要对手——凯玛特的好几家分店去参观。据他所说，目的就是要看看，到底为什么还有人会来这里购物。历史上有很多零售连锁商，开始时赚大钱而快速发展，但最终还是渐渐退步，直到倒闭。

巴菲特认为，他敢叫最呆板的经理人去管理类似可口可乐的公司，十年过后，公司还是好好的。但如果叫可口可乐的总裁罗伯特·戈伊祖塔去管理超级市场，却等于是企业快速自杀。巴菲特认为，在零售业里，缓行等于失败。

巴菲特对于产业稳定性的分析

无论从理念上看，还是从实际情况看，每个企业都受到其所处的外部环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



境的影响，一来是社会、经济、法律、技术、自然等宏观环境影响，二来是产业内部的竞争对手、供应商、买方、潜在进入者等产业竞争环境的影响。产业之间竞争的规律是，由于竞争而不断使某个产业投资资本收益率降低到投资资本要求的最低平均收益率水平。当某个产业收益率低于投资资本要求的最低收益率水平时，投资者无法长期接受而退出该产业，转移投入到其他收益率较高的产业，使该产业竞争减弱而收益率水平上升。当某个产业收益持续高于最低收益率水平时，将会吸引新的投资资本进入，使该产业内竞争加剧而收益率下降。

但是，一些产业却由于独特的产业结构，拥有较高的进入壁垒而长期保持超出其他产业平均盈利水平的高收益率。即使投资于这些具有超额收益率的产业中一般的企业，也会有较高的回报，如具有垄断性质的报纸、广告业、电视业等；而投资于收益率水平很低的产业中即使是最优秀的产业，如钢铁、石化等，也只能有较低的回报。

巴菲特对于产业的选择主要着眼于产业吸引力和产业稳定性两个方面上。产业吸引力表现在产业平均盈利能力上，而稳定性表现在产业结构变化程度上。从理论上来讲，产业吸引力取决于产业内的五种主要竞争作用力——进入威胁、替代威胁、买方侃价能力、供方侃价能力、现有竞争对手的竞争。五种竞争作用力的强弱决定了投资资本进人的难度、产业竞争的强度及产业利润率。

其次，对于产业稳定性上，对巴菲特投资策略稍微有所了解的都知道，巴菲特最大的特点是持股经常达到几年甚至十几年之久。巴菲特之所以如此大胆长期持有，是因为他坚信他投资的企业和产业在未来长期内具有很强的稳定性。

其实，寻找长期稳定的产业进入一直是巴菲特投资选择的重点。巴菲特说：“我们的重点在于试图寻找到那些在通常情况下未来 10 年、15 年或者 20 年后的企业经营情况是可以预测的企业。”

巴菲特偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业，他的理由很简单：在进行这种投资时，他寻找那些他相信在从现在开始的 10 年或 20 年的时间里实际上肯定拥有强大竞争力的企业。至于那些竞争环境迅速转变的产业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了他进入的确定性。

一个公司的主业之所以能够长期稳定，其根本原因在于其所在产业具有长期稳定性。而那些经常甚至很快发生重大变化的产业，如高科技产业和新兴产业等，巴菲特认为其产业本身具有内在的不稳定性，难以对其长期前景进行可靠预测，所以巴菲特从不投资于高科技等容易变化的不稳定产业。

巴菲特认为，主业长期稳定的企业往往盈利能力最强。他说："经验表明，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与5年前甚至10年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能因此过于自满。企业总是有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等，这些机会一定要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。"

当然，对产业的分析和确定并不是一件容易的事，所以他和他的股东们宁愿专注于那些容易预测的产业。在投资生涯中，有许多产业是巴菲特和查理·芒格都无法确定的，他们难以确定这些公司的业务到底是优秀还是糟糕，甚至即使他们花了许多年时间努力研究这些产业之后，还是无法解决这个问题。巴菲特觉得，这可能是由于他们本身智力和学识上的缺陷阻碍了他们对这些产业的了解，或者是由于产业的特性本身就是很大的障碍。例如，对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来说，根本就无法判断其长期经济前景。在30年前，你能预见到现在电视机制造产业或电脑产业的变化吗？当然不能（就算是大部分热衷于进入这些产业的投资人和企业经理人也不能）。所以，巴菲特决不勉强自己一定要去预测其他快速变迁产业的发展前景。

之所以一定要专注于容易预测的产业，是因为巴菲特意识到，决定产业长期稳定性的产业演变对于投资分析非常重要。产业演变将导致产业吸引力及产业平均投资回报率的重大变化，相应企业对于产业演变的战略反应是否适当将导致企业竞争优势发生较大变化。

战略竞争大师迈克尔·波特提出的产业演变基本分析框架可以帮助投资者进行产业演变的分析。波特认为分析产业演变的出发点是产业结构分析。在产业演变分析中，应关注三个重点：

分析重要的产业演变过程；

分析演变中的重要经济关系；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应用产业图景进行合理预测。

“消费垄断”公司与“产品公司”

巴菲特把市场上的众多公司分成两大类：第一类是投资者应该选购的“消费垄断”的公司，第二类是投资者应该尽量避免的“产品公司”。

有些公司在消费者脑海里已经建立起了一种“与众不同”的形象，无论对手在产品质量上如何与这些公司一样，都无法阻止消费者仍然去钟情这些公司。对于这类公司，巴菲特称之为“消费垄断”公司。巴菲特一直都认为可口可乐是世界上最佳的“消费垄断”公司的例子，这可以通过世界最大的百货连锁公司沃尔玛在美国和英国的消费市场里的情况得到证明。

通过调查发现，消费者在不看品牌的情形下，的确是没法认出哪一杯汽水是可口可乐、百事可乐，哪一杯又是它的自有品牌。结果，沃尔玛公司就毅然推出它的可乐品牌，放在几千家的分店外面，和可口可乐、百事可乐的自动售卖机排在一起卖。自有品牌饮料不但占据最接近入口的优势，而且售价也只是百事可乐和可口可乐的一半。但结果呢？沃尔玛的自制饮料不敌这两个世界名牌汽水的市场占有率，而只是抢占了其他无名品牌汽水的市场而已。

“消费垄断”的威力可以让人无法分辨出质量高低的产品，也能够吸引顾客以高一倍的价格购买。尽管在市场上，这些公司并没有“垄断”，因为还有很多的竞争者来争生意，但在消费者群体的脑海里，它们早已是“垄断型”的公司了。

巴菲特在要买下一家公司股份时，常常先这么问自己：“如果我投资几十亿美元开办新公司和这家公司竞争，而且又可以聘请全美国最佳的经理人，我能够打进它的市场吗？如果不能，这家公司的确不错。”这么问还不行，巴菲特会问自己更深一层次的问题：“如果我要投资几十亿美元。请来全国最佳经理人，而且又宁可亏钱争市场的话，我能够打进它的市场吗？”如果答案还是不能的话，这就是一家很优秀的公司，非常值得投资。

与“消费垄断”的公司相反的是“产品公司”。这类公司生产的产品是那些消费者很难区分竞争者的产品。这些公司的特点是每个竞争者为了争取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生意，都必须从价格和素质方面竞争，两者对公司收益都不利。这些公司为了吸引顾客，都会拼命打广告，希望能在顾客脑海里建立起和其他竞争者不同的形象，但往往都是白费心思，白白增加成本而已。产品公司在市场好时，收益已不算多，一旦遇上经济不景气，大家竞相降价求存，就会导致人人都面临亏钱的困境。“产品公司”是投资者应该尽量避免的公司，这些公司有大麦、石油、钢材、铜、电脑配件、民航服务、银行服务等产品。

越好做的生意越简单

巴菲特的投资哲学是专门找那些行业情形最容易明白的来投资。彼得·林奇也是一样，他曾说过，如果投资人在30秒里说不出他们所投资的公司是做什么的，那他们就很难投资成功。

这是人们心理上的一种怪圈。人人都懂的公司，缺乏一种挑战性。所以很多投资人对难懂的行业最有兴趣，尤其对男性，这是一种征服感、一种追求超人一等的感觉。比如今日全球各地都在激发投资人兴趣的电脑科技股，就是一大例子。相反，许多人对普普通通的生意没有感觉。例如，如果你想靠买对股票而能在人前炫耀，你会选麦当劳、可口可乐、迪士尼，还是选几家没人知道是在干什么的科技股？当然是后者，因为它提供了“人人不知唯我独醒”的炫耀机会。

对于巴菲特来说，他投资的目的主要是赚钱，绝对不是为了炫耀，所以他是绝对不会做那种为了炫耀而决定选哪只股的投资人。为了赚钱，巴菲特选择了一个很明显的途径：选购那些非常简单的行业和公司，简单到无聊，简单到其他投资人都发闷而不想持有的股票。比如可口可乐、迪士尼、沃尔玛公司等公司。

巴菲特的成功秘诀很简单用他自己的话说，就是：专门挑选那些一尺高的栏杆，跨过去，而不是专找那些七尺高的栏杆，尝试跳过去。任何投资者都要明白，投资不是跳水比赛，尽管你尝试买入很难懂的公司，即使买对了，也不会获得像跳水那样的难度动作的额外分数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市格言

行业素质比什么都重要。

一点忠告

巴菲特伯克希尔1991年报中指出一家公司拥有经济特许权的特征：

· 产品或服务确有需求；

· 被顾客认定为找不到其他类似的替代品；

· 不受价格上的管制。

四、瞄准卓越的“过桥收费”企业

> 对于大多数投资者而言，重要的不是他知道什么，而是清醒地知道自己不知道什么。
>
> ——沃伦·巴菲特

在巴菲特的投资中，他成功运用选股规则的最佳表现之一便是找寻有“过桥收费”概念的卓越企业。那么，什么叫“过桥收费企业”，从字面意思上可以这么理解，就是这个企业的必要性就像河面上的桥梁。你要到对岸，你必须过桥，你要过桥，我就要收费，不交钱，不让过。

那么在巴菲特的眼中，什么样的企业才算得上是绩效卓越的“过桥收费”企业呢？

能提供一般大众与企业持续需要的重复消费服务的企业

服务一样也有“收费桥”的利润，而不仅仅是产品。当然，这里所指的服务可以由非工会人员提供，他们拥有专业领域的技术，被聘用在需要的基础上。这些企业包括：专业清洁公司、家政服务、杀虫公司、除草服务公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。这些专业服务性公司的股价都有高投资报酬率。

同时，巴菲特的“收费桥”企业也包括信用卡业，每一次你使用这些卡的时候，发卡公司会向所消费的公司收取刷卡费用，如果你没有在付款期限内缴纳刷卡消费金额，你也会被发卡公司罚钱。这些数以百万计的小笔交易构成信用卡业的过桥费获利基础。这些公司获利的关键是他们提供必需的服务，且提供训练优秀的人力资源，而每一笔支出不大。此外，这些公司的管理是在工作需求下调派员工，因此没有闲置人力。举例来说，公司用10美元一小时聘请一位安全人员，经过几小时的训练，然后收取对方每小时30美元的费用，而当工作一旦结束，公司自动解退员工不需付费。同时，这些公司不需要花费太多钱及精力在提升及研发产品上，而且可以把盈余直接用来扩充公司的营运、现金方式配发股利或在市场买回自家股票。巴菲特已投资的美国运通公司及“探索卡”公司便是实例。

能生产使用率很高且耐久性短的产品，且这些产品多半是耳熟能详的消费性品牌的企业

这类企业生产的产品往往是商家必须销售这些商品，只有不断销售这些产品才能维持基本的营业量。对于市场上的经销商来说，如地方上的超级市场，它们借着压低进货价格，赚取买卖价格间的差价创造利润。如果它们进货的生产厂商有很多家，那就可以货比三家，找最价廉物美的产品进货。然而，如果某产品只有一个厂商时，商家则没有砍价的空间，因此价格优势属于此厂商所有，也就是说，此厂商有较高的利润。

仍然以可口可乐为例，尽管生产饮料的厂商很多，但可可口可乐的饮料是消费者耳熟能详的品牌，没有哪家超级市场能够拒绝它。

还有一种情况是，许多经销商需要同一种产品，而又只有一家厂家供应货源时，经销商之间会产生价格竞争的情况。因此，不同的商家虽然降价竞争，但厂商仍对所有的商店收取相同的价格，所以价格竞争损失的是商家而非厂商的利润。

企业生产使用率高，耐久性短的产品，但这些多半是耳熟能详的消费性品牌，事实上这就是“过桥收费”的概念。消费者需要一个独特品牌的产品，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果经销商要赚取利润，就必须满足消费者的需要。关键在于只有一家厂商、一座桥，如果你想要品牌产品，你就必须付给厂家“通行费”。

能提供反复性的服务的传播事业的企业，同时这类企业也是厂商必须利用来说服大众购买其产品的工具

能形成桥梁概念联系厂商与潜在消费者的广告企业，也是巴菲特选择的“过桥收费”企业。许多厂商为了创造需求必须做广告，而这种需求会让广告代理商、杂志发行人、报纸及全世界的电信网络等获得不错的利润。

正是看到了这样的获利空间，巴菲特投资大都会（Capital Cities）及“ABC”电视网。在美国只有三大电视网的时代，每一家电视网都赚翻天。尽管现在三大电视网仍获利丰硕，但已不像当时是仅有的少数“收费桥”。

对于这种情形在报纸行业也一样存在，《水牛城晚报》就是巴菲特所经历的实例。《水牛城晚报》是当地所有厂商刊登广告的惟一重要平面媒体。因此，它是厂商与商家过河惟一的桥梁，即使收取超额的过桥费也不怕客户流失。其实，一个大小适中的城市有一份当地报纸，那么该报就会获利颇高。

巴菲特曾买下了大众互动广告公司17%的股份，就是因为他看到，世界级的广告代理商也能享受高的股价获利，这些代理商在全世界许多国家代理相同品牌的广告，其获利受惠于该品牌行销全球的优势。如果这些跨国企业的其中一个要在全球推出新的宣传活动，就必须利用像大众互动这种的广告代理商，这家全世界第二的广告公司，因此而成为消费者的“收费桥”。

股市格言

瞄准“过桥收费类”的卓越企业。

一点忠告

“过桥收费类”企业包括：

· 能提供一般大众与企业持续需要的重复消费服务的企业；

· 能生产使用率很高且耐久性短的产品的企业；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·能提供反复性的服务的传播事业的企业。

五、不宜投资工业产品型的企业

当杰出的管理阶层碰上了不良的企业，通常是不良的企业依然保持原状。

——沃伦·巴菲特

如前面所述，巴菲特奉劝投资者不要投资生产工业产品型的企业。绝大多数的工业型企业的直接顾客是中间商，而不是最终消费者。中间商完全以价格和质量作为采购标准，他们不讲人情，不会产生太多的品牌依恋，他们要的是更低的价格和更好的质量。

工业产品型的企业所生产的商品，在市场上面临强劲的竞争，价格是影响消费者（采购员）选购的主要因素。在我们的日常生活当中，最简单而明显的工业产品型企业是纺织业、食品原料业、钢铁业、天然气和石油公司、制纸业、木材业、制砖业等。

在这些行业中，以生产纸张的企业来说，你要购买的纸张来自于何处并不重要，只要它是纸张，所以纸张市场强大的竞争导致这个行业利润非常微薄。石油公司也一样，哪怕石油公司让你相信某一个品牌比另外一个更好，然而当你在买汽油的时候，价格仍然是主要的参考依据。对中间商和消费者来说，价格是商品生产型企业决定性的因素。

由于低成本的公司在定价方面有较大的自由，成本愈低，利润就愈高，所以在工业型的企业当中，低成本的公司将会取得领先的地位。从理论上讲，这个概念虽然简单，但是在现实操作中却有非常复杂的意义，因为要降低成本就表示公司在生产制造方面必须不断提高效率，追求进步，才能保持领先的地位。而效率的提高和创新的实理需要大量资金的支出，这同时又会消耗企业保留的盈余，并因而造成研发新产品以及收购新企业速度的降低，而这两者都能够增加公司产品的价格。所以，工业型企业要想成保持竞争优势，必须能够处理好这一矛盾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总结起来，工业型企业不适合投资的原因主要有以下几个方面。

1. 容易形成恶性竞争

例如，某公司为了降低成本以增加收益，在生产制造的过程当中作了某些改进，结果这家公司降低了市场上的产品价格，增加了边际效益，企图从其他三家竞争对手手中夺得更多的市场。而那三家公司自然是不愿意将市场拱手让给此公司的，因此它们也开始引进先进技术，不断改进生产过程，结果他们也开始降低价格，与这家公司竞争，同时降低了公司因为改善生产过程而得到的利润，此时恶性竞争循环就开始了。

2. 市场状况不稳定

尽管工业型的企业一旦遇到需求突增，超过它所能供应的量时，其产品的价格会一飞冲天。此时，所有的厂商都能够得到收益。但是，这时也会导致供应增加，一旦需求疲弱，过度供应也会造成价格和利润的再度下跌。

3. 利润成长空间小

工业型企业的未来成长空间非常小。由于价格的竞争，这些公司的利润一直很低，所以这些企业缺乏经费扩充企业，或是投资更新设备。就算他们设法开始赚钱，获利通常用来更新工厂的设备，以保持竞争的能力。所以，从投资的角度来看，工业型企业也不是合适的选择对像。

4. 对管理层的依赖程度高

工业型的企业基本上要完全依赖管理阶层的品质与智慧去创造利润，如果管理阶层缺乏眼光，或是浪费公司宝贵的资产，误用公司的资源，就会丧失它的优势，而在强劲的竞争下失败。

5. 总得依靠低成本的优势

为创造市场空间，工业型的企业有时会运用广告轰炸中间商，让中间商以为它们的产品胜过竞争对手。而且，为了保持产品领先优势，工业型的企业必须对产品作相当幅度的改进。但是，问题在于，如果中间商选购的惟一标准就是价格，那么产品不论做多少改进，也只有低成本的公司会取得领先的地位，而其他的企业只能不断挣扎求生。

柏林顿公司是家纺织厂，是工业型公司，同时也是巴菲特喜欢用来作为不良投资的典型例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

柏林顿公司的管理阶层是纺织业界最优秀的团队，但是由于纺织行业当时竞争过度，使得整个行业的经济状况都不太好，造成了整个纺织业实质上的生产力过剩，这就表现在价格上的强烈竞争，形成较低的利润，股票因而表现不佳，使投资者失望。

具体情形是这样的：1964 年，柏林顿公司的营业额是 12 亿美元，股票大约 30 美元一股。从 1964 年至 1985 年间，柏林顿的资本支出大约 30 亿美元，或是每股 100 美元。为提升公司的效率赚更多的钱，资本大部分的支出都用来改善成本、扩充设备。1985 年，柏林顿的营业额是 28 亿美元，由于通货膨胀而丧失不少销售机会，收益也比 1964 年大幅喊少，1985 年股票每股 34 美元只比 1964 年高一点，公司 21 年的营运以及花了投资人 30 亿美元，却只让股东的收益获得些微的增加。

巴菲特认为，不管企业的经理人多么优秀，也无法改变整个行业的状况。所以他说，当杰出的管理阶层碰上了不良的企业，通常是不良的企业依然保持原状。

工业型企业通常销售许多其他企业也在销售的产品，所以辨别工业型的企业并不难，它们的特色包括如下七个方面。

1. 低利润

低利润是价格竞争的产物。如果一家公司降低产品价格，那么它在与另外一家公司竞争时就能有某些优势。

2. 低回报率

工业型企业的回报率通常比较低，美国公司的回报率大约在 12%，如果低于这个数字的企业就可能属于工业型企业。

3. 品牌价值低

如果投资者所想投资的公司，其拥有的产品品牌意义不大，一般都属于工业型企业。

4. 竞争者太多

如果同行业竞争者太多，有大量的生产者，就会导致利润降低。例如，走进任何一家服装城，你会发现有几十种不同品牌的服装，都卖差不多的价格，整体利润水平肯定不高。众多的生产商会产生激烈的竞争，而竞争又导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致低价，低价又使得利润降低，而低利润就使股东的收益城少。

5. 利润变化不定

巴菲特研究公司过去 7 ~ 10 年间每股盈余变动的情形发现，工业型企业的利润经常会上下变化不定，这也是在工业型企业中常有的现象。所以，真正能够让你辨识商品企业的方法是利润变动剧烈。

6. 实质生产力过剩

任何时候，业界发生实质生产才过剩的现象，就没有人能从需求增加当中真正获利，一直到生产力过剩的现象消失，价格才会开始回升。然后，当价格开始回升的时候，管理层又蠢蠢欲动开始想要成长，在他们的脑海中企业帝国的伟大形象开始形成，由于口袋中有股东所托付的资本，管理阶层最后会为这些异象采取行动，他们会扩充生产能力，而造成生产力过剩。

问题在于，其他的企业也有同样的想怯，于是所有的人都开始扩充生产能力，生产力过剩的恶性循环又开始了，生产力过剩代表价格上的竞争，而价格竞争代表利润降低。

7. 过分依赖管理层的有效运作

公司的收益几乎完全仰赖管理阶层有效运用公司的资产，这也是工业型企业的显著特点。一旦公司的收益主要依赖公司运用资产的能力，譬如说工厂和设备，而不是依赖无形的专利、著作权以及商标，投资者就应该怀疑这家公司有可能是属于工业型的企业。

巴菲特警告投资者说，如果某家企业的产品价格是消费者选购商品惟一的参考因素，那么很可能就是商品形态的企业，因此这家公司很可能长期所能提供给你的只是一般的利润。

股市格言

乐观主义才是理性投资的大敌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点忠告

· 不宜投资于生产工业产品的企业。

· 在工业型的企业当中，低成本的公司才会取得领先的地位。

六、如何看待对科技公司的投资

我们很尊敬、支援和感谢这些伟大的人物，但我们却不想亲自去尝试。

——沃伦·巴菲特

富达（Fidelity）投资公司副董事长彼得·林奇毕业于沃顿商学院，他是美国人公认的最成功的基金经理。彼得·林奇说，他不敢投资电脑科技股，一个年轻人能在家里地下室玩电脑没多久，便创造了更好的产品，一夜之间把你击败。电脑科技这一行业不像零售业或旅馆业那样能看到竞争者慢慢打进我们的市场。

同样，巴菲特也不敢投资电脑科技股。用他保守点的说法是：他不了解科技公司的行业情形。但实际的情形是：电脑科技日新月异、变化快速，巴菲特无法预测10年后的情形。为此，巴菲特说："我们很尊敬、支援和感谢这些伟大的人物，但我们却不想亲自去尝试。"可见，巴菲特对于电脑科技公司所抱持的态度，是和太空旅行一样。

从1992年到2001年，美国股市持续飙升，网络科技公司受到极大的崇拜，"雅虎"和"亚马逊书店"的股票价格一路上升。但是，巴菲特说，绝大多数的网络公司从未看到收益，只凭美丽的梦幻吸引无知的散户。就拿"雅虎"和"亚马逊书店"来说，雅虎公司是全球最大的网址搜索引擎公司之一，亚马逊书店是全球最大的网上书店，但这两家公司自创立以来，长年亏损几千万美元，但它们的市价却分别是234亿和170亿美元，这种市价是它们营业额而不是收益的140倍和35倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于这些从未有收益的网络公司，巴菲特很不客气。在一次股东大会上，他说："如果你花钱买入这些网络公司的股票，那并不是在投资。"因为在巴菲特看来，投资的定义是先要"保值"，不亏本金，其次才是"增值"。

在伯克希尔·哈撒韦股东大会期间接受传播媒体访问的时候，他说得更直接："如果今天我是在教大学投资课程的话，我会在期终考试的时候，问学生这个问题——请问你如何为这些年年亏钱的网络公司定价？任何说出答案的学生，我都会当场判下不及格！"

巴菲特不但对这些从创立以来或自从上市以来一直在亏钱的公司不感兴趣，而且也一直努力劝告亲朋尽快抛售，以避开他所谓的"20 世纪最大的骗局"——网络公司的股票。

这就是巴菲特对投资抱有"至少先要保住本金，然后才来追求获利"的态度，同时也是巴菲特和伯克希尔·哈撒韦股东们的一大特征。

巴菲特最成功的投资是对可口可乐、吉列、华盛顿邮报等传统行业中百年老店的长期投资，这些超级企业的不断增长使巴菲特成为世界第二首富。与巴菲特不同的是，世界首富比尔·盖茨最成功的投资是对他创建的公司微软的长期投资，正是微软这个新兴软件产业的"超级霸主"使比尔·盖茨成为世界首富。

所以，许多人指责巴菲特：为什么错过了投资微软、思科等科技股这样巨大的投资升值机会？这是因为，这些企业受到技术变革的巨大影响而变化不定，使他无法对产业内的公司长期竞争力作出基本的判断。所以，巴菲特坚决拒绝投资于高科技企业。在巴菲特投资组合里一向没有高科技概念，即使在互联网概念大热的今天，他也从不沾"网边"。在他的投资组合中一个稍微像科技概念的全球最大信用卡付款处理商第一数据公司（First Data），其实是一个金融服务公司，主要提供 ATM 机和信用卡的数据处理服务。

总起来讲，巴菲特对高科技的一向态度是：自己搞不懂的业务模式，决不投资。尽管有些高科技公司确实不错，以比尔·盖茨及他极为优秀的公司——微软为例，巴菲特说，盖茨可能是今天商业界最聪明及最有创意的经理人，他的公司简直棒得不得了。然而，巴菲特说，他不能非常放心地预估微软公司的未来盈余。因此，他无法计算微软的未来价值。如果巴菲特不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放心地计算这个科技公司的未来价值，这个企业将不会列入巴菲特的“信心循环”，而他也将不考虑投资这个企业。

伯克希尔公司的副董事长查理·芒格说：“我们没有涉足高科技企业，是因为我们缺乏涉足这个领域的能才。我们投资企业的优势在于我们很了解它们，而其他股票我们不了解，所以我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领城进行竞争游戏，而不在我们有明显优势的领城施展本领呢?”

1998 年，在伯克希尔·哈撒韦的年会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司，他回答说：“这也许很不幸，但答案是‘不’。”巴菲特说，他很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，也希望能透过投资于他们，将这种崇拜转化为行动。但是，当涉及到微软和英特尔的股票时，他感觉心里没底，他不知道这些领域的未来世界会是什么样。所以，作为一个有着严格自律精神的投资者，巴菲特不想玩这种别人拥有优势的游戏。他觉得可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为这个国家分析这类企业的行家。许多人都会分析科技公司，但巴菲特认为自己不行。这从巴菲特的许多言语中可以发现他透露的这种意思。

但是，如果单纯地以巴菲特不熟悉来高科技来解释他不投资科技股，理由并不充分。实际上，巴菲特并非是真的“科盲”。大家都知道，巴菲特和比尔·盖茨是很好的私人朋友，而且比尔·盖茨还是伯克希尔·哈撒韦董事会的成员，并且，雅虎公司的首席财务官苏珊·德克在 2007 年 5 月 5 日加入伯克希尔·哈撒韦的董事会。这样，在巴菲特的董事会里拥有两位高科技的顶尖人才。

所以，巴菲特不投资高科技并非仅仅因为他不熟悉，内在的还有一个重要的原因是：高科技未必有高收益。从长期投资的绩效看，高科技公司往往不一定能带来“高投资回报”，主要原因的原因大概有两个方面：

（1）从财务上看，高科技公司都有一个特点就是“高投入”，所有的高科技公司为了要保持领先的地位都需要将大量的收入再投资到开发和研究中去，这就注定了高科技公司很难给股东带来长期的稳定回报。事实也证明，在过去 10 多年的美国市场上，高成长高回报的前 10 大公司里并没有一家高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



科技公司，而都是一些传统行业的公司。

（2）高科技公司的股价长期高估，特别是一些明星公司，由于投资者过高的期望值和过分的追捧，股价往往会居于估值的上限，没有讨价还价的空间。巴菲特在买入股票时往往会要求有一个好的安全边际，从而去寻找“便宜的好货”，但是科技概念往往是热得发烫的抢手货，高价买入未必可以获得好的收益。

尽管有些科技公司具备了巴菲特最崇尚的经济特点：高利润额，高资本报酬率，将盈余重新投入高增长企业的能力，以及以投资人利益为重的管理方式，但让投资者感到困难的是估算企业未来的现金流量，并折算从而估算企业的内在价值。

多数人在试图评估科技公司时，遇到的问题是未来的远景太不肯定，所以必须设想出好几种结果而不是一种，这会对长期投资的未来收益产生很大的偏差。然而，如果投资者对关心的公司进行一些关键领域的深层挖掘，如潜在市场规模、理论几率、竞争地位，你会明白究竟是什么动因产生了不同的远景，这就会降低不确定性。这就需要投资者会创立现金流量模式，使用几种评估模式而不是一种。

巴菲特在评估公司时要求留有较大的安全边际，这是他对付风险因素和未来不明确的风险公司的最好战略。对于科技公司，从长远来看，它们是未来经济增长的真正驱动力。许多科技公司在市场上是赢家，产生了超出其规模的回报。投资者可以在这类公司中找到比在别的地方多得多的投资回报，尽管连高额不定因素也考虑在内亦是如此。

对于投资者来讲，刚开始学习巴菲特的专利现金流量模式时，必须脱离格雷厄姆的低价格与收益比和折算为账面值的思维模式。那时有很多新术语、新定义要学习，还要以一种新的方式来看待财务报表，理解股息折现模式，因为学习技术也需要进行同样的观念转变。投资者将不得不学习新的词汇，新的经济模式，同时还要用不同的方式分析财务报表。但最终这种学术挑战并不比当初投资者脱离传统增值投资方式转向巴菲特的现代投资模式更难。这是另一个对科技公司的购买与一个稳定、高度可靠公司的购买相结合的好的战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是否意味着巴菲特将放弃他一贯的坚持？也许有一天巴菲特会在合适的时间，以合适的价格持有一家高科技或互联网的公司？这种可能性并不是不存在，也许巴菲特在进入一个新的领域一个新的公司要比我们很多投资者准备的时间更长一点的，做的功课也更细一点。

股市格言

只有在自己的能力圈内，投资者才有可能对企业持续竞争优势进行合理的分析，才能对企业价值进行大致准确的估计。

一点忠告

· 投资人真正需要具备的是给予所选择的企业正确评价的能力。

· 不同的人理解不同的行业。最重要的事情是知道你自己理解哪些行业，以及你正好在你自己的能力圈内活动。

· 对公司未来10年甚至更长时间内竞争优势和现金流的预测和分析，是长期投资决策的核心所以。

七、巴菲特产业分析的失败与教训

投资人并不需要做对很多事情，重要的是要能不犯重大的过错。

——沃伦·巴菲特

基于巴菲特伟大的成就和成功，人们毫不吝啬地将“股神”的桂冠带在了巴菲特的头上，“股神”成了巴菲特的代名词。但是，巴菲特毕竟是人而不是神，尽管他具有很强的产业分析能力，但智者千虑，必有一失，巴菲特也犯过不少错误。

著名投资家费雪曾在《如何选择成长股》一书中说过，成长的企业有两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种：一种是幸运且能干的公司，就是行业环境很好，公司的内部管理也很好；另一类是能干且幸运，这一类公司是指那些虽然所处的环境不是很好，但通过强有力的经营可以带动公司成长。从现实情况来看，无论是从成长公司的数量还是成长力度上，好的环境下诞生的成长公司，其成长的数量和力度都多于、强于不利环境中的成长公司。个别公司在不利环境中的成长是个别现象，不是普遍现象。

巴菲特所投资的优秀企业所处的产业也经历了产业结构的重大变化，这种变化对不同的企业产生了完全不同的影响。巴菲特对技术变革及经济全球化对百科全书出版业和鞋业的产业结构的巨大影响估计不足，从而让自己对世界百科全书公司和美国德克斯特鞋业公司两家企业的投资遭受了重大挫折。

技术变革对巴菲特投资的影响

技术变革是所有能够改变产业结构及企业竞争优势的因素中最强有力的因素。技术变革既会导致现有产业结构的变化，也会形成新兴产业，所以是竞争的主要驱动力之一。技术变革经常会导致企业竞争格局的重大变化：原有产业领导者巨大的竞争优势会因技术的重大变革而很快消失或减弱，其他企业迅速崛起为新的产业领导者。当今许多巨型企业，如微软、英特尔等，都是充分利用技术变革的机会取得了巨大的成功。

技术变革既可能提高也可能降低产业的吸引力，既可能强化也可能恶化企业竞争优势，可以说是一面双刃剑。高技术并不能保证企业盈利，甚至许多高技术企业因竞争过度而远不如传统企业赚钱。尽管如此，技术如同资金一样是企业生命的血液中的一部分，贯穿于企业的整个价值链，对竞争优势和产业结构有着重大的影响。任何企业认为产业中的技术已经完全成熟的看法都是完全错误的，技术变革将会给许多企业和产业带来翻天覆地的变化，没有准备的企业将面临灾难，有准备的企业则面临巨大的机遇。

环境变化引起的巴菲特投资失误，发生在世界百科全书公司上，巴菲特所投资的世界百科全书公司，受到新的信息技术的巨大影响，利润直线下滑。巴菲特尽管想方设法，仍然没有明显成效。

世界百科全书公司是伯克希尔投资中问题最严重的公司，巴菲特也承认，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界百科全书公司处于一个面临来自 CD - ROM 光盘与在线内容提供（on - line offerings）日益激烈竞争的产业。尽管公司能够保持获利，但其销售收入和利润却直线下滑。

可以试想一下，面对互联网和电子光盘出版的兴起，纸制的世界百科全书还有出路吗？由于高科技产业受到技术变革的巨大影响而变化不定，使巴菲特无法对产业内的公司长期竞争力作出基本的判断，所以他坚决拒绝投资于高科技企业。但是巴菲特对技术变革影响的估计不足，导致他对企业持续竞争优势的分析出现严重的错误。技术的发展使原来厚重的百科全书的所有内容可以存储在一张小小的光盘上，使百科全书产业结构彻底改变，从而使巴菲特对世界百科全书公司的投资遭受了很大的挫折。

所以，对投资者来说，在分析产业结构稳定性时，必须充分考虑技术的影响。

企业所面临的经营环境、所属的行业，具有客观不可改变性，它是企业存在和发展不可缺少的基础性条件和立足点，而企业经营过程中的主观努力不能改变环境约束。客观存在的不可改变的因素，对于目的达成有基础决定和约束作用，而主体的努力其作用要相对弱于客观因素。企业所处的客观环境以及行业中不可改变的条件，是企业发展的主要约束和推动力量，内部的努力对企业成长的影响是第二位的因素。

全球化让巴菲特遭遇的不利

在持续竞争优势分析中，对全球化的影响决不能忽视。因为，在经济全球化的当今世界，产业国际竞争力越强，越具有较大的发展潜力，从而为企业持续竞争优势提供较好的发展基础。处于国际竞争力强的产业中的企业，由于在与其他国家相同产业的国际竞争中处于优势，随着国际市场的开拓，其竞争优势不但会继续保持并且很有可能继续扩大。反之，在国际竞争力弱的产业中的企业，很可能由于在与其他国家相同产业的国际竞争中处于劣势，其竞争优势也很难长期持续下去。

全球化为巴菲特投资的可口可乐和吉列等公司带来了巨大的成功。可口可乐第一位外籍总裁罗伯托·格伊祖塔上任后，推动可口可乐通过全球化高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



速增长。1984 年可口可乐公司的国际市场利润只勉强占总利润的 52%，而 1987 年则增长到 75% 以上。国际市场为可口可乐带来了丰厚的回报。1984 年至 1987 年可口可乐全球销量增长了 34%，国际市场的总利润从 6.66 亿美元增长到了 11.1 亿美元。因此，在分析产业稳定性时，需要用全球化的角度分析产业的国际竞争力。

由于美国鞋业相对于亚洲鞋业在生产成本上处于很大的劣势，其国际竞争力的劣势使企业原来的竞争优势风光不再，利润大幅下降甚至亏损，所以全球化为巴菲特对鞋业的投资带来相当大的亏损。

在巴菲特给股东的信里，巴菲特向他的股东深刻地剖析了自己在鞋业公司上亏损的原因，主要是由于德克斯特鞋业公司大部分的鞋子是美国本土进行生产，美国本土厂商与境外厂商的竞争变得非常困难。1999 年，在美国 13 亿双的鞋子消费量中，其中约 93% 是进口产品，国外非常廉价的劳动力是决定性的因素。1993 年买入德克斯特时，巴菲特认为德克斯特完全有能力能够继续应付这一问题，而且其管理层在技巧、能力与投资等方面与其他公司相比毫不逊色，但后来的事实证明他的判断是错误的。他说："2001 年我们的鞋业经营税前亏损为 4620 万美元，……德克斯特鞋业公司在我们买入前（事实上也包括买入后）的几年内，在国外残酷的低成本竞争中业务仍然保持繁荣。当时我就此得出结论，认为德克斯特鞋业公司完全有能力能够继续应付这一问题，事实证明我的判断错误。"

巴菲特投资美国鞋业公司的惨痛失败说明的真正道理是，环境变化是公司兴衰的根本原因，没有任何公司能违背环境的意志和对抗环境的变化。巴菲特投资的德克斯特鞋业公司的失败就是对环境变化估计不足。全球化所导致的全球统一市场和全球竞争，使得美国鞋业公司面临的竞争环境发生了重大改变，美国鞋业公司生产的鞋子失去了成本优势。

股市格言

产业结构的重大变化会对企业产生深远的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点忠告

· 投资者必须考虑产业环境变化对企业的影响。

· 全球化和科学技术对未来企业的影响会越来越深刻。

实例学习：巴菲特投资美国运通公司

我相信美国运通公司卡是一种惊人的经济特许权。

——沃伦·巴菲特

1991年，巴菲特买入美国运通公司3亿美元的可转换优先股。1994年，巴菲特将这部分可转换优先股转换成了1400万股普通股，同时巴菲特又投资了4.24亿美元。1995年，巴菲特增加投资6.69亿，对运通公司总持股数达到4945.69万股。

1998年，巴菲特又小幅增持108万股，总持股数达到5053.69万股。2000年，由于美国运通公司进行股票分割，巴菲特所持股份总数变为15161.07万股。至2004年底巴菲特所持股份总数为15161.07万股，买入成本为14.70亿美元，总市值为85.46亿美元。巴菲特投资美国运通公司11年，总盈利70.76亿美元，投资收益率高达4.81倍。

超级的长期稳定业务

1850年，美国运通成立，那时它只是一家快递公司。到了1882年时，由于大量现金的运送风险日益增加，美国运通开始了汇票承销。1891年，美国运通推出了旅行支票，开创了一个新的里程碑，让公司经营发展发生了重大变化，从此由货物运输公司转型为金融服务公司。

1914年，第一次世界大战爆发，数万名美国人投身欧洲战场。美国运通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



灵机一动，把参战士兵的钱寄到它在欧洲各地的据点，这大大增强了它在某些国家所拥有的品牌影响力。所以，即使在20世纪30年代的经济大萧条时期，美国运通的声望仍持续上升。尽管当时各大银行纷纷暂停营业，美国运通资产遭到冻结，但它还是继续兑现所有的旅行支票，足见它的品牌信誉比现金更可靠。

1958年美国运通开发出了最大胆也是最成功的产品——运通卡。公司与许多商家签约，向持卡人收取一定的费用并按照刷卡额的一定百分比给商家一定的折扣。到了1963年，有1000万公众持有美国运通卡，该公司成千上万美元的票据在流通，像货币一样被人毫不迟疑地接受。1970年美国运通收取了23亿美元的手续费，运通卡使美国步入无现金社会。美国运通多年来也在公众中建立了巨大的声誉。

当《时代周刊》宣告“无现金的社会”已经到来，一场信用卡取代现金的流通革命即将开始，而美国运通成为了这场革命的导航灯。

到目前为止，美国运通公司业务主要是提供旅游及相关服务（TRS），包括发行运通信用卡和运通旅行支票和旅游代理服务，在全球市场占据领先地位，同时向个人客户提供财务计划和投资咨询服务，涉及财务计划、保险和投资产品等，有3600名财务咨询专家，管理资产规模达1060亿美元，是全美最大的资产管理机构。

巴菲特对美国运通非常熟悉，早在20世纪60年代中期他在管理投资合伙企业时就利用美国运通在色拉油丑闻中股价大跌之机大笔买入。

1963年，美国运通在新泽西州巴约纳的一家仓库的一场非常普通的日常交易中，接收了由当时规模庞大的联合原油精炼公司提供的一批据称是色拉油的罐装货物，仓库给联合公司开出了收据作为这批所谓色拉油的凭证，联合公司用此收据作为抵押来取得贷款。

1963年11月，美国运通发现油罐中只装有少量的色拉油，大部分是水。美国运通的仓库遭受了巨大的欺骗，其损失估计达1.5亿美元。霍华德·克拉克是当时美国运通的总裁，他决定承担下这批债务，向仓库的债权人提供了6000万美元。

为此，巴菲特专门走访了奥马哈罗斯的牛排屋、超级市场和药店、银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和旅行社，发现人们仍旧用美国运通的旅行者支票来做日常的生意。他根据调查得出两个结论：

美国运通并没有走下坡路；

美国运通的商标仍是世界上畅行标志之一。

在格雷厄姆看来，购买一种股票必须以“来自于统计资料的简单而明确的数字论证”为基础，换句话说，就是要以营运资金、厂房和设备以及其他有形资产等一堆可以被测量的资料为基础。但是巴菲特看到了一种有异于格雷厄姆视线的资产——美国运通这个名字的特许权价值。

特许权意味着独占市场的权利。在全国范围内，美国运通拥有旅行支票市场80%的占有率，还在信用卡上拥有主要的股份。巴菲特认为，没有任何东西动摇过它的地位，也不可能有什么能动摇它。它的顾客群所具有的忠实性是无法从格雷厄姆那种“简单的统计资料”中推断出来的，它不像有形资产那样会出现在公司的资产负债表上，然而这种特许权确实含有价值。在巴菲特看来，这是一种巨大的价值，美国运通在过去的十年中赚到了丰厚的利润，不管色拉油是不是真的，它的顾客并没有走开；股票市场对这个公司的标价却是基于这样一个观点，即它的顾客已经抛弃了它。

1964年初，美国运通的股价跌至每股35美元，华尔街的证券商纷纷抛出手里的运通股票，而巴菲特决定去买。1964年他将合伙公司40%的资产，约1300万美元买入美国运通公司5%的股票。结果是，尽管运通公司仍处于官司纠纷中，但股价已经开始回升，然而巴菲特没有沿袭格雷厄姆的模式，马上抛售股票以获取利润，他喜欢克拉克，而且喜欢公司的产品，因此他逐渐增加了投资。在接下来的两年时间里美国运通的股价上涨了3倍。在5年的时间内股价上涨了5倍，从35美元上涨到189美元。

巴菲特认为，正是这种对公司的长期了解，使他作出了大笔增持美国运通股票的明智投资决策。

具有非凡的经济特许权

在1997年伯克希尔的年报中，巴菲特指出他之所以大规模投资美国运通公司股票，是因为他认识了美国运通公司所发行的公司卡所具有的非凡的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



济特许权。

1958 年，美国运通推出了继旅行支票之后第二个让世人瞩目的发明——美国运通收费信用卡。这张小小的绿色塑料卡片也具有划时代的意义，因为它再一次“解放”了旅行者和消费者。运通收费信用卡使得人们第一次能够在购物的时候不用在口袋里携带大笔现金。一张小小的美国运通卡，由于公司强大的实力和多年成功的品牌建设，能够塑造出专属于特定人士的定位而变成许多消费者的渴望，竟然成为身份地位的象征。

“没带美国运通卡，千万别出门。”“美国运通，漂亮办事。”随着这些响亮的口号，美国运通提出了一个经营主张：“持卡就是特权”。这张信用卡为持卡人的财务能力与品位提供了最有力的保证。只要秀出美国运通卡，你的头上立刻出现光环，不论遇到多么棘手的状况，这张神奇的卡片都能迎刃而解。

美国运通公司皇冠上的宝石是著名的运通卡。信用卡市场竞争非常激烈，普通信用卡市场被维萨卡（Visa）和万事达卡（Master Card）所垄断，因为这两家不收取年度费用，使用的场所也较多，加上运通卡进入市场时间较短，市场份额相对小了许多。但运通公司在富裕阶层和企业客户的高端市场建立了强势品牌，形成了强大的经济特许权。

运通卡是富人和企业的第一选择，也往往是惟一的选择，因为美国运通公司的强大实力、专家咨询、独特性服务创造了巨大的品牌效应，对客户来说意味着声望和地位。

引领高端市场，产品具备超级盈利能力

在市场竞争激烈、客户忠诚度不高的信用卡市场，美国运通主动选择了高端细分市场，以其声望和国际化服务建立了强大的品牌效应。而维萨卡和万事达卡虽然有巨大的影响力，花旗银行卡虽然有完善的产品分销渠道，却都不具有美国运通卡所代表的声望和地位象征的形象，这正是美国运通卡竞争优势能够长期持续的主要原因。

信用卡的利润来源由三部分构成：年费、消费回佣、循环信贷利息。成熟的盈利模式中，循环信贷利息是最主要的利润源。美国运通公司的绝大多数信用卡，如其传统的绿卡、金卡和白金卡，其实应该叫做签账卡（charge

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

card)，因为其用户一般只是用卡来结账消费，在信用卡账单到了后会按期将其一次付清，而不会支付高昂的信用卡欠款利息。运通卡的利润主要来自其用户的年费与商家向运通公司支付的消费回佣。

美国运通卡长久以来一直是一张收费卡，正因为是这样，这张卡成为了一种身份和地位的象征——拥有运通卡的人可以直截了当地向别人表明：我拥有良好的信用记录和社会地位。这在当时也是一种非常具有开创性的思维，并不是把自己的产品卖给所有人，而是卖给最有价值的人。

高端信用卡用户购买力强，而且因为他们消费的多是利润率比较高的奢侈品等高级产品与服务，提供这些商品与服务的商家也愿意向美国运通公司支付较高比例的刷卡消费回佣，从而实现了以较小的发卡量获得较大的消费市场份额。以2003年为例，美国运通的发卡量在整个银行卡市场中只占近10%，但其客户的刷卡消费总额却占了全球银行卡消费市场的20.27%。

运通公司的旅游相关服务也持续增长，主要体现在运通卡发行量持续增加。1990年，运通卡发行数量已经高达365万张，银行卡直接消费金额达到1110亿美元，旅行支票销售250亿美元，旅游业务收入达50亿美元。

1993年运通卡消费总额达到1240亿美元，其中企业客户达34亿美元。1997年发卡量更是比1990年增长了17%，消费额增长了87%。

目前全球500强的企业中70%以上使用运通卡。由于运通卡持有者多为富人和企业，持有人平均每年消费支出几乎是维萨卡和万事达卡平均年消费水平的4倍，而且平均每张运通卡的年消费支出保持持续增长，1998年为6885美元，1999年增长为7758美元，增长了12.67%。

更高的消费对于商家来说意味着更多的利润，这也让运通卡越来越多地受到商家青睐。运通卡的覆盖面较广，可以在美国80%的零售商店、86%的加油站和近100%的世界性的旅游和娱乐场所使用。而且，由于金融创新，更多美国人将现金、养老金转为货币市场基金、共同基金，所以公司财务顾问业务相应大幅增长近一倍，1990年资产管理规模达到1060亿美元，收入平均每年递增20%以上。

哈维·格鲁伯——超级的明星经理人

1992年，罗宾逊辞职后由哈维·格鲁伯接任运通公司总裁。哈维·格鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



伯清醒地认识到运通公司核心竞争力在于美国运通卡，他经常用“特许权”和“品牌价值”等字眼来形容运通卡的优势地位。哈维·格鲁伯决心逐步清理非核心业务，全力恢复并加强运通公司的核心业务旅游及相关服务（TRS）业务的市场占有率与盈利能力。

1992 年，哈维·格鲁伯将下属的数据处理部门（IDC）出售。尽管这一业务盈利能力不错，但与公司核心业务及核心客户关系不大。这次出售 IDC 为运通公司带来了 10 亿美元的收益。1993 年，哈维·格鲁伯将运通公司下属的波士顿公司以 15 亿美元转让给梅隆银行。

哈维·格鲁伯一系列大刀阔斧的运作，重新让公司回到专业化经营的正轨上。经过重组，运通公司业绩不佳的非核心业务和不良资产得到了清算，公司可以集中力量于最核心的业务，专门向富人阶层提供服务，其中旅游相关服务，包括银行卡、支票、旅游代理仍然是公司的核心产品。之后，运通公司盈利能力大幅回升，公司再次出现现金富余的情形。

哈维·格鲁伯对于公司资本配置非常理性。1994 年 9 月，美国运通公司董事会授权管理层在 1994 年秋季回购 2000 万股运通公司普通股。1995 年春季，美国运通公司宣布它将再次回购 4000 万股公司股票，相当于美国运通公司全部流通股的 80%。

在哈维·格鲁伯的领导下，美国运通公司主业旅游相关业务得到显著改善，重组成本与坏账率大幅降低，盈利能力大幅回升。1994 年生产成本降低了 16 亿美元，年营业额高达 156 亿美元，利润增长了 18%，公司的股票也由每股 25 美元涨至 44 美元。

以较高的安全边际买入

在哈维·格鲁伯接任之前，罗宾逊曾收购了西尔森－雷曼公司。由于这家公司经营沉陷亏损泥潭，美国运通公司不得不注入越来越多的资金才能维持经营。罗宾逊在西尔森－雷曼公司前后共投入了 40 亿美元的巨资，不但没有挽救西尔森－雷曼公司，还连累自身陷入经营困境。罗宾逊不得不求助巴菲特，巴菲特为此购买了 3 亿美元的美国运通公司可转换优先股，以解决美国运通资金不足的燃眉之急。巴菲特之所以采用可转换优先股方式投资，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为当时还没有信心成为美国运通公司的普通股股东。

在哈维·格鲁伯接任后进行一系列重组，清算了美国运通公司业绩不佳的非核心业务和不良资产，使公司重新集中于最核心的旅行相关服务业务，公司盈利能力大幅回升。哈维·格鲁伯又定下美国运通公司的财务目标：每股收益每年要提高12%～15%，权益资本收益率要达到18%～20%。新的管理层一系列提升股东价值的活动让巴菲特对美国运通发展前景信心大增。

1994年夏季，巴菲特转换了手中的美国运通公司可转换优先股，不久，他又购进了更多的运通公司普通股。到1994年报年末为止，巴菲特以平均每股25美元的价格拥有2700万股美国运通公司普通股。即使按最保守的估计，巴菲特也是以相当于美国运通公司股票内在价值70%的安全边际买入美国运通公司股票的。

投资运通公司收益

投资14.7亿美元，盈利70.76亿美元。

运通公司分析模式

- 长期稳定业务：有125年的经营历史；
- 经济特许权：创立了富人声望和地位象征的品牌形象；
- 明星经理人：杰出的经理人哈维·格鲁伯重振运通；
- 持续竞争优势：高端客户细分市场的领导者；
- 产品盈利能力：高端客户创造高利润；
- 资本配置能力：从多元化到专业化；
- 权益资本盈利能力：高度专业化经营创造高盈利；
- 安全边际：新的管理层创造新的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
估值——投资的前提、基础和核心

一、确定公司的内在价值

> 内在价值为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。
>
> ——沃伦·巴菲特

在巴菲特看来，他正是利用这样一种认真负责的精神来考虑“投资于什么和以什么价格投资”这两个问题来降低投资风险的。

价格是市场决定的，而价值则是分析家在考虑了自己所知道的所有关于公司经营、管理、财务特性等方面的资讯后运用各种方法进行评估的结果。价格和价值并不一定相等，如果股票市场是有效的，那么股价应根据所有已知的资讯迅速调整。当然，这并不是现实的情形。股票的价格会因为无数因素的影响，围绕股票的内在价值上下浮动。

巴菲特认为，理性投资有两个要点：一是这家企业真正的内在价值有多少？二是能够以相对其价值较大的折扣买到这家公司股票吗？

在生活中，我们经常发现最有能力的人不一定是成功者。在体育比赛中，技术最优秀的运动员并不一定能最终夺冠。在商业世界中，许多声名赫赫并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且拥有巨大竞争优势的公司也不一定值得投资。一言以蔽之：竞争优势并不等于投资价值。

所以，当投资者决定将世界上最重要的资源——现金分配给哪家公司时，决策的标准不是公司是否具有竞争优势，而是公司的竞争优势能否为投资者的将来带来更多的收益，即更多的现金。

价值投资最基本的策略正是利用股市中价格与价值的背离，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票，在股价上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。巴菲特称之为“用40美分购买价值1美元的股票”。所以，价值投资人在寻找到具有持续竞争优势的企业后，买入其股票并不能保证他获得利润。他首先要对公司价值进行评估，确定自己准备买入的企业股票的价值是多少，然后跟股票市场价格进行比较。

自然，对企业内在价值的判断恰恰是价值投资的前提、基础和核心。

巴菲特的导师格雷厄姆第一个在证券分析中提出了“内在价值”的概念：“证券分析家似乎总是在关注证券的内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个非常难以把握的概念。一般来说，内在价值是指一种有事实（比如资产、收益、股息、明确的前景等）作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。”

在几十年的投资实践中，巴菲特对内在价值的概念作了进一步发展和完善。1996年，他在伯克希尔股东手册中对内在价值作了如下定义：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。”

可以说，没有准确的价值评估，没有人能够确定应该以什么价格买入股票才划算，即使“股神”巴菲特也不例外。

同时，巴菲特强调内在价值与会计上的账面价值具有根本的不同：

“账面价值是一个会计概念，即由投入资本与留存收益所形成的财务投入的累积值。内在价值则是一个经济概念，是预期未来现金流量的贴现值。账面价值告诉你的是过去的历史投入，内在价值告诉你的则是未来的预计收入。一个比喻能够使你清楚了解两者之间的不同。假设你花相同的钱供两个孩子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读大学，两个孩子接受教育的账面价值（用财务投入来衡量）是一样的，但未来所获得的回报的现值（即内在价值）却可能有巨大的差异——从零到所支付教育成本的好几倍。同样如此，财务投入相同的公司，最终其内在价值却会有巨大的差异。”

尽管内在价值在理论上的定义很简单，但是问题来了，一家企业余下的寿命到底有多长？能产生多少现金？这本身就充满了悬念。以这个充满了悬念的现金流为基础而形成的判断有多大的可信度？而且，折现率该如何确定？在不同的时点、不同的投资人会有不同选择，据以计算的价值必然是失之毫厘，差之千里。如果不能做到精确的价值评估，又怎能知道应该在什么价位购买股票？可以说，这是价值投资人最大的困惑所在。不过，巴菲特对企业的估值模型应该会对投资者起到一定的借鉴意义。

股市格言

投资者不要仅仅看资产的静止现象，而应该将之作为一个有着独特动力和潜能的活生生的正在运作的企业来看待。

一点忠告

理性投资的两个要点：

· 这家企业真正的内在价值有多少？

· 能够以相对其价值较大的折扣买到这家公司的股票吗？

二、巴菲特的估值模型

价值评估，既是科学，又是艺术。

——沃伦·巴菲特

巴菲特是如何评估企业的内在价值呢？传统的企业估价方法通常包括清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算法、继续经营法和市场法三种，巴菲特采用哪一种方法呢？

现金流量贴现模型是惟一正确的企业内在价值评估模型

巴菲特说，企业内在价值评估最好的方法早在1942年就由约翰·布尔·威廉姆斯在其《投资价值理论》一书中就系统地提出了，即企业的价值是由企业生命周期中预期产生的净现金流量经过合意折现率的折现而得到的。

巴菲特认为，这种现金流量贴现模型是惟一正确的企业内在价值评估模型。在巴菲特投资理念中，当前的任何股票、债券或公司的价值，都取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流入和流出。他说，从公式是来看，对股票和债券来说完全相同，但在实际操作中，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别，那就是：债券有一个息票和到期日，从而可以确定未来现金流，而对于股票投资，投资分析师则必须自己估计未来的息票。

而且，管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，主要是在管理人员如此无能或不诚实以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。股份公司管理人员的能力对股权的息票有巨大的影响，这是与债券最大的差别之处。

2000年，巴菲特在伯克希尔年报中用《伊索寓言》中“一鸟在手胜过二鸟在林”的比喻再次强调价值评估应该采用现金流量贴现模型。他说，要使这一原则更加完整，投资者只需再回答三个问题：

（1）你能够在多大程度确定树丛里有小鸟？

（2）小鸟何时出现？

（3）无风险利率是多少？

如果投资者能回答以上三个问题，那么就能知道这片树丛的最大价值，以及投资者现在需要拥有小鸟的最大数量是多少，才能使你现在拥有的小鸟价值正好相当于树丛未来可能出现的小鸟的价值。

当然，小鸟只是一个比喻，它代表的是资金。

巴菲特认为，这一投资格言放之四海而皆准，适用于估农场、油田、债券、股票、乐透彩票以及工厂等的投资。不论蒸汽机的发明、电力的开发，还是汽车的问世，都丝毫没有改变这个公式，连互联网也无能为力。他说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“只要输入正确的数字，你就可以对资本在宇宙间任何一种可能的用途的投资价值进行评估。”

对于股利收益率、市盈率或市价净值比甚至是成长率这样的一般评估标准，巴菲特认为与价值评估毫不相关。如果价值评估有用的话，也只是能够在一定程度上提供一家企业未来现金流入流出的一些线索。就拿成长率来说，如果一个一个项目前期的现金投入超过了未来该项目建成后其资产产生的现金流贴现值，成长反而会摧毁企业的价值。所以巴菲特说，那些口口声声将“成长型”与“价值型”列为两种截然相反的投资风格的市场分析师与基金经理人是无知的。因为成长只是价值评估公式中的因素之一，经常是正面因素，但是有时是负面因素。

巴菲特认为，只有贴现现金流量模型才能比较准确地评估所投资的持续竞争优势企业的内在价值。也正因为如此，巴菲特为认为，贴现现金流量模型是惟一正确的估值模型。巴菲特说：“不管是生产小产品的厂商，还是生产高科技产品的公司，在这种估价方法下它们的地位完全相同。”

企业估值的数学计算过程

对于债券来讲，它的利息和到期日决定了它将来的现金流量。将债券所有的利息相加，并以合适的折现率进行折现，就得出了债券的折现值。而企业估值的数学计算过程与债券估价过程十分相似。为了评估一家企业，分析家们应估算该企业从某一时期到将来会产生的“利息”，并把所有这些“利息”折算成现值。

只要应用了正确的变数值、现金流量和折现率，确定一家企业的价值就很简单。但对于投资者来讲，要做到这一点，最大的难点在于未来现金流量和折现率很难估算和选择。

巴菲特始终认为，一个人预计未来的能力就决定了他能力所及的范围。在巴菲特心目中，公司周期性的现金流量应该像债券的利息一样确定。所以对巴菲特来说，如果他不能确信企业中到底会产生多大的现金流量，他就不会去评估这家公司，这就是他投资方法的特点。尽管他高度评价比尔·盖茨作为一个管理者的成就，也承认微软公司是家很有活力的公司，但他坦言他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有办法估计这家公司未来的现金流量。

相反，如果这一企业业务单纯，而且由具有盈利能力的管理力量来领导，巴菲特就可以非常确定地估算出它未来的现金流量。

确定了公司未来的现金流量后，接下来要选用相应的折现率。很多人感到惊讶的是，巴菲特所选用的折现率是一个任何人都可以获得的无风险收益率，那就是——美国政府长期国债的利率或到期收益率。

理论研究者们认为，为了能反映公司未来现金流量的不确定性，对股权现金流量进行折现的折现率，应该是无风险收益率（长期国债利率）加上股权投资风险补偿。但是，因为巴菲特尽量避免涉及风险，所以他不进行风险补偿，他说："我非常强调确定性。如果你这么做了，那么有关风险的问题就与你毫不相关。只有在你不了解自己所做的事情的时候，才会有风险。"首先，巴菲特不购买有较高债务水准的公司股票，这样就明显减少了与之关联的财务风险。其次，巴菲特集中考虑利润稳定并且可预计的公司，这样经营方面的风险即使不能完全消除，也可以大大减少。

很多专业投资者对巴菲特的主张和做法不以为然，他们认为估计未来现金流量非常微妙和棘手，即使选对了折现率，也有可能在估价中出现其他错误。这些专业人士往往利用各种不同的简便方法来评估企业价值，例如市盈率法、市价账面价值法、分红率法。实践者们则反复检验了这些比率，结论是：只要能慧眼挑出并且购买那些具有以上财务比率的公司，就能获得成功。

巴菲特认为，所有这些简便方法——高或低的市盈率、市价与价面价值的比例以及分红率，不管以怎样的数字进行组合，都有一个弱点，那就是很难确定投资者的购买是否物有所值，是否真正按照内在价值的准则进行投资。不管一家企业是否在成长、它的盈利是否稳定或者相对于企业当前利润或账面值来说股价偏高或偏低，只要它用折现现金流量计算后确认为最便宜，它就是投资人所应该购买的股票。

如前面所述，即使企业的业务易于理解、有持续的盈利能力和由股东利益导向的管理层来领导，并不能保证投资成功，还必须以比较明智的价格购买；其次，企业的行为必须合乎事先的预期。巴菲特认为，投资失误只可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出现于以下三方面：支付的价值，股东选定的管理层和企业未来的盈利能力。而在第三方面的估算错误是最常见的。

安全收益准则可使投资受益

巴菲特投资能够取得很大成功的一个重要原因，就是他坚守安全收益准则，其好处主要体现在两个方面。首先，这条准则使得巴菲特免受价格下跌的风险。当巴菲特计算出某公司股票的内在价值只比其当前市价略高一点时，就不会购买该公司股票。他为此说，如果由于他的估价不准确而公司的内在价值实际上还会稍低一点，那么这支股票的市价可能会跌到比他付出的价格还低的水准。但如果内在价值或购买价格之间的差额足够大，内在价值下跌的风险就大为减少。如果巴菲特以30%的价格折扣（相对于内在价值）购买了一家公司的股票，即使公司股票的市价下降15%，最初的购买价格仍能带来足够的收益回报。

安全收益也带来了获取额外回报的可能。如果巴菲特正确地挑选了一家盈利水准高于平均值的公司，长期来看，其股票价格就会随着公司的盈利而稳步上涨。权益资本报酬率为20%的公司，与那些权益资本报酬率只有15%的公司相比，股票价格会上升更多。不仅如此，如果巴菲特应用安全收益的准则，以相对于内在价值较大的折扣购买到这家公司股票，那么当市场价格正确展现出其内在价值时，巴菲特就会得到额外的收益。

股市格言

现金流量贴现模型是惟一正确的企业内在价值评估模型。

一点忠告

总结巴菲特的估值经验，要进行准确的价值评估，必须进行以下三种选择：

· 选择正确的估值模型；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

· 选择正确的现金流量定义和贴现率标准；

· 选择正确的公司未来长期现金流量预测方法。

三、现金流量与贴现率的评估

> 会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。
>
> ——沃伦·巴菲特

巴菲特将企业内在价值的评估模型精炼为：“今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。”但是，巴菲特使用的这种内在价值评估模型与普通在财务管理课程学习的现金流量贴现模型有着根本的不同，主要体现现金流量的计算方法和贴现率的标准选择上的根本不同。

计算自由现金流量的方法

巴菲特认为通常采用的“现金流量等于报告收益减去非现金费用”的定义并不完全正确，因为这忽略了企业用于维护长期竞争地位的资本性支出。他在 1986 年伯克希尔年报中说，按照会计准则算的现金流量并不能反映真实的长期自由现金流量，而所有者收益才是计算自由现金流量的正确方法。巴菲特提出的所有者收益与现金流量表中根据会计准则计算的现金流量最大的不同是包括了企业为维护长期竞争优势地位的资本性支出。

巴菲特认为，所有者收益包括：报告收益（Ⅰ），加上折旧费用、折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用（Ⅱ），减去企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本性支出（Ⅲ），等等。如果这家企业需要追加流动资金维护其长期竞争地位和单位产量，那么追加部分也必须包含在Ⅲ中。但是，如果单位产量不变，那么采用后进先出存货计价方法的企业通常不需要追加流动资金。”

而通常情况下，根据会计准则编制的现金流量表中计算的现金流量数值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只是Ⅰ加上Ⅱ，却没有减去Ⅲ。巴菲特认为，他所提倡的所有者收益才是对企业长期自由现金流量的准确衡量，而普通的企业现金流量表中的现金流量数值其实高估了真实的自由现金流量。

但是，企业为维护其长期竞争地位和单位产量的年平均资本性支出极难做出精确的计算，只能是估计值，所以伯克希尔公司的所有者收益公式就不会产生根据会计准则编制的现金流量表中提供的名为精确实为欺骗的现金流量值。

尽管存在着无法提供精确值的问题，但巴菲特认为，不论是对于购买股票的投资者们，还是对于购买整个企业的经理们来说，所有者收益数值，而不是根据会计准则计算的现金流量数值，才是与估值目的真正相关的项目。他引用凯恩斯的观点说，“我宁愿模糊的正确，也不要精确的错误。”

许多企业的经理人为了保持企业目前的单位产量和竞争地位，就需要在经营中投入比非现金费用更多的资金。如果存在这种增加投入的必要性，也就是说如果年均资本性支出超过非现金费用，那么根据会计准则计算的现金流量就会大于所有者收益。这种夸大一旦过火，同行业内的大部分公司每年仅需支出非现金费用，那么导致的实际情况是：将来它们的业务肯定会大大萎缩。

所以，巴菲特认为那些在华尔街的股票分析报告中提供的“现金流量”数字是非常荒谬的。这些数字没有减去年均资本性支出，只是例行公事让报告收益加上非现金费用。这种欺骗性的介绍同时也出现在大多数投资银行家的股票销售手册上。这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔，永远是最现代化的，而且永远不需要更新、改善或整修。但实际情况呢？巴菲特说，“如果所有发行上市的美国股份有限公司都通过一流的投资银行家进行股票销售，而且如果推荐这些公司股票的销售手册令人信服的话，那么，政府对全国厂房和设备开支的预算必须削减90%。

当然，没有减去年均资本性支出的“现金流量”并非一无是处。当对某些房地产企业或者其他初始支出巨大而后期支出很小的企业，比如一家公司的财产仅有一座桥梁，或者是一座开采期特别长的油气田进行估值时，这可以做为一种反映收益能力的简捷方法，但是，对于零售、采掘、制造、和公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用事业这类企业来讲，“现金流量”就没有任何意义了，因为对它们来说年均资本性支出总是很大。在特定年度这种企业能够递延资本支出，但是在 5 年或 10 年中，它们必须投资，否则企业就会垮掉。

巴菲特说：“在考特·费泽公司（Scott Fetzer）和我们拥有的其他企业中，我们认为以历史成本为基础的非现金费用（也就是不包括无形资产的摊销和其他收购价格调整）在数额上相当接近于年均资本性支出。（当然这两项并不完全一样。例如，我们在喜诗糖果上仅仅是为了保持我们的竞争地位，每年的资本化开支会超过折旧费用 50 万至 100 万美元。）我们对此深信不疑，这是我们将摊销费用和其他收购价格调整分列的原因，而且也是我们认为我们这里报告的各个企业的收益而不是财务报表数值更接近于所有者收益的原因。”

巴菲特告诫经理人和企业所有者，会计数据仅仅有助于经营思考，而永远不能代替经营思考。尽管会计数据是企业的语言，而且为任何评估企业价值并跟踪其发展的人提供了巨大的帮助，会计师提供的数据永远是投资者对的企业和其他企业进行估值的出发点。没有这些数字，投资者会迷失方向。但投资者永远需要记住：会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作，

估计贴现率的方法

公司的内在价值就是未来现金流量的贴现，那么恰当的贴现率应该是多少？贴现率是股票价值评估中非常重要的参数，其选择是否恰当会对评估结果和投资判断产生巨大的影响，而巴菲特没有采用常用加权平均资本成本作为贴现率，他采用的是长期国债利率。巴菲特说：“无风险利率是多少？我们认为应以美国长期国债利率为准”。

在巴菲特看来，如果他在股票上无法得到超过债券的潜在收益率，那么他会选择购买债券。因此，他的公司定价的第一层筛选方法就是设定一个门槛收益率，即公司权益投资收益率必须能够达到政府债券的收益率。

每个企业的贴现率（资本成本）是动态的，它们随着利率、利润估计、股票的稳定性以及公司财务结构的变化而不断变动。为了避免不断地修改模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



型，巴菲特总是很严格地保持他的定价参数的一致性。如果一个企业没有任何商业风险，那么他的未来盈利就是完全可以预测的。在巴菲特眼里，可口可乐、吉列等优秀公司的股票就如同政府债券一样毫无风险，因此应该采用一个与长期国债利率相同的贴现率。

股市格言

企业的价值是由企业生命周期中预期产生的净现金流量经过合意折现率的折现而得到的。

一点忠告

· 大致的正确估计，远胜于精确的错误计算。
· 公司的内在价值就是未来现金流量的贴现。
· 在股票投资的计算上，只有超过债券的潜在收益率才值得投资。

四、可靠的现金流量预测

我宁愿模糊的正确，也不愿精确的错误。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

关于内在价值的计算，巴菲特最主要的合伙人查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话：巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。

内在价值是估计值，而非精确值

价值评估的最大困难和挑战是内在价值取决于公司未来的长期现金流，而未来的现金流又取决于公司未来的业务情况，而未来是动态的，不确定的，预测时期越长，越难准确地进行预测。巴菲特认为，投资者永远不可能精确预测未来现金流量出现的时间与数量，因此只能进行保守的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特本人对于内在价值的计算最为详细的叙述，出现在1996年致巴克夏公司股东的信中："内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。"

在巴菲特看来，他永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，想要使用这两个变量的精确值事实上是非常愚蠢的，找出它们可能的区间范围才是一个更好的办法。所以，巴菲特所能做的，就是试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。

但是，对未来现金流量出现的时间和数量的估计结果往往是一个很大的区间范围，以至于在很多时候根本得不出什么有用的结论。在某些偶然情况下即使对未来树林中可能出现的小鸟数量进行最保守的估计，也会发现价格相对于价值太低了。而有很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出小鸟确实会出现的证据，这在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种非常不确定的情况下，任何规模的投资都属于投机。不过，有一点是可以肯定的，那就是，投资人要得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。这对投资者来说，既不需要具备什么出众的天才，也不需要具备超人的直觉。

巴菲特说："我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是艺术，又是科学。""无论谁都可能告诉你，他们能够评估企业的价值，你知道所有的股票价格都在价值线上下波动不停。那些自称能够估算价值的人对他们自己的能力有过于膨胀的想法，原因是估值并不是一件那么容易的事。但是，如果你把自己的时间集中在某些行业上，你将会学到许多关于这些行业公司估值的方法。"

巴菲特这番话是真的坦诚而非卖关子。因为投资者常常看到，在证券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场上，过度追求精确量化往往不会带来好的结果。最典型的例子莫过于曾经大名鼎鼎的美国 LTCM（长期资本管理公司），其高层管理者包括 1997 年诺贝尔经济学奖得主、“期权定价模型之父”默顿和舒尔茨、美国前财政部副部长及联储副主席莫里斯等学术界及政经界要人，堪称梦幻组合。1990 年诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普称其为“也许是世界上学术水平最高的金融机构”，在华尔街与量子基金齐名。从运作方式上看，LTCM 是通过运用电脑建立数量模型分析金融工具价格，再利用不同证券的市场价格差异进行操作，是投资界精确量化的祖师，却也难逃失败命运。LTCM 曾经是如此成功——3 年盈利增长 2.84 倍，一度成为市场唯马首是瞻的旗舰。然而就是这样一家泰斗级的公司，也创造了另一项金融纪录——150 天亏损超过 50 亿美元，亏损率超过 90%。正如同我国古代的项羽，百战百胜，一败而失天下。

也许，凡是介于科学和艺术层面之间的东西，都要用到中国古人说的一句话：运用之妙，存乎一心。巴菲特爱引用经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的一句话“宁要模糊的正确，不要精确的错误”，也是异曲同工。尽管我们相信在某一个特定的时空，某一公司的价值只有一个，我们也只能力求最大限度地逼进它。而赢家却总是相对的。

尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但分析师，即使是经验丰富且聪明智慧的分析师，在估计未来现金流时也很容易出错。对此，巴菲特认为，能力圈原则与安全边际原则是防止估计未来现金流量出错的两个保守却可靠的办法。在伯克希尔公司，巴菲特具体是这么做的：

（1）努力固守于相信他可以了解的公司，这意味着目标企业的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也不断在变化，那么巴菲特就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量。非常幸运的是，这个缺点一点也不会让巴菲特他们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足可以保证盈利了。

（2）强调在买入价格上留有安全边际，这在前面的章节已有详述。如果巴菲特计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么不会对买入产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣。他相信这一安全边际原则（格雷厄姆非常强调这一原则）是成功投资的基石。

公司稳定、长期历史经营记录是现金流量预测的基础

格雷厄姆认为："估值越是依赖于对未来的预期，与过去的表现结果联系越少，就越容易导致错误的计算结果和严重的投资决策失误。"根据真实的、并且经过合理调整的公司历史收益记录，计算长期平均收益，以此为基础推断分析公司未来可持续的盈利能力，是格雷厄姆一向采取的做法。计算平均收益时必须包括相当长的年份，因为长期的、持续和重复的收益记录，总要比短暂的收益记录更能说明公司的可持续盈利能力。

案例研究也表明，一个企业盈利的历史记录是预测其未来发展趋势的最可靠的指示器。没有稳定的历史盈利记录，而仅仅依靠对于未来的预期进行价值评估，很可能造成很大的错误。相反，如果一个企业在过去 20 多年间一直保持着 10% 的盈利增长率，那么在未来数年内它不太可能过度偏离历史盈利平均水平。当然这种盈利平均水平是企业在经历了经济衰退、通货膨胀、战争等重大事件后继续保持的盈利水平。

巴菲特也非常强调公司业务的长期稳定性。他认为，对于企业未来现金流量保守的估计，只能建立在公司稳定的长期历史经营基础上。巴菲特说："经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与 5 年前甚至 10 年前几乎完全相同的企业。当然管理层绝不能够过于自满。企业总是不断有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等等，这些机会自然要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。推而广之，在一块动荡不安的经济土地之上，是不太可能形成一座固若金汤的城堡似的经济特许权，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键因素。"

巴菲特本人对预测未来收益不感兴趣，他曾在伯克希尔公司的年报中多次重申自己喜欢的企业的标准之一，是具备"经证明的持续盈利能力"。可以说，投资者要对公司的历史收益记录进行仔细的分析考察，在此基础上才能保守地预测公司稳定的未来长期现金流量。一家公司的持续盈利能力表现为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其长期平均盈利具有相当的稳定性和可持续性，既不会因经济萧条时收益暂时下降而下降，也不会因经济繁荣时收益暂时提高而提高，其变化只是与未来长期的发展相联系。

长期平均股东权益收益率是保守预测的最佳指标

巴菲特认为，衡量公司价值增值能力的最佳指标是股东权益收益率。他说："对公司经营管理业绩的最佳衡量标准，是能否取得较高的营业用权益资本收益率（没有不合理的财务杠杆、会计操纵等），而不是每股收益的增加。我们认为，如果管理层和金融分析师们将最关注的重点不是放在每股收益及其年度变化上的话，公司股东以及社会公众就能更好地理解公司经营情况。"

1988 年，巴菲特用《财富》杂志的数据证明持续盈利能力是优秀企业的真正衡量标准："根据《财富》杂志在 1988 年出版的投资人手册，在全美 500 家制造业公司与 500 家服务业公司中，只有 6 家公司过去 10 年的股东权益收益率超过 30%，最高的一家也不过只有 40.2%。……在 1977 年到 1986 年间，总计 1000 家公司中只有 25 家能够达到业绩优异的双重标准：连续 10 年平均股东权益收益率达到 20%，且没有 1 年低于 15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，在所有的 25 家中有 24 家的表现超越 S&P500 指数。"

在巴菲特看来，基于长期平均收益的盈利能力，比当前收益更能反映公司长期价值创造能力。在没有不合理的财务杠杆和会计花招等情况之下，对公司价值创造能力最基本的检验标准，是使股本投资获得高水平的收益率，而不是每股盈利的持续增长。

高水平的权益投资收益率必然会导致公司股东权益的高速度增长，相应地公司内在价值及股价也将稳定增长。集中投资于具有高水平权益投资收益率的优秀公司，正是巴菲特获得巨大投资成功的重要秘诀之一。

如果一个公司能够持续地以一个较高的速度来提高每股盈利，那么就相应地会导致每股账面价值以一个较高的速度增长。从长期来看，账面价值的增长必然导致公司的内在价值及股票价格按照相应的速度增长。1996 年，巴菲特在伯克希尔年报中指出："尽管账面价值不能说明全部问题，但我们还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要给大家报告伯克希尔的账面价值，因为至今账面价值仍然是对伯克希尔内在价值大致的追踪指标，尽管低估了一些。换言之，在任何一个年度里，账面价值的变化比率很可能会合乎逻辑地与当年内在价值的变化比率十分接近。”

对于一家公司来说，每股盈利经常不能准确地反映出公司价值创造能力，这是因为每股盈利很容易受到许多因素的影响，公司管理层可以采用多种合法的会计手段来操纵盈利。然而，账面价值的变化则相对稳定，不易受到众多因素的影响。因此，巴菲特也将账面价值的变化，尤其是账面价值在长期内的稳定增长作为判断企业未来经营稳定性的指标之一。

保守预测的基本功：分析企业财务报告

巴菲特认为，分析企业会计报表是进行价值评估的基本功。当人们问巴菲特是如何评估一个企业的价值时，巴菲特的回答是：大量阅读。巴菲特说：“我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。”

巴菲特认为，不管是经理人诚实的向你解释清楚企业的实际情况，还是弄虚作假的糊弄你，他们都要通过会计报表的规定来进行。所以，投资者如果不能够辨认出其中的差别，那就不能在资产管理行业中混下去了。对巴菲特来说，分析企业会计报表是进行价值评估的基本功，投资者必须学会避开公司财务报告中的陷阱。为此，巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下三个建议：

（1）复杂难料的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖。如果投资者根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让投资者搞懂，安然公司对某些交易的说明至今还让巴菲特相当困惑。

（2）注意会计账务有问题的公司。如果一家公司退休金估算假设过于乐观，或者迟迟不肯将期权成本列为费用，就要特别当心了。当管理层在幕前就表现出走上了斜路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。因为：厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。

（3）小心那些夸大收益预测及成长预期的公司。通过研究和观察，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特发现，企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定成长。而且，就连巴菲特自己都搞不清楚他旗下企业明年到底能够赚多少钱，甚至不知道下一季度盈利多少，所以巴菲特也就相当怀疑那些常常声称知道未来盈利会怎么样的 CEO 们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，投资者反而更应该怀疑这其中有诈。巴菲特说："那些习惯保证能够达到盈利预测目标的 CEO，总有一天会被迫去假造盈利数字。"

股市格言

内在价值是估计值，而不是精确值。

一点忠告

- 对未来的预期来自于公司长期经营记录的分析。
- 一个投资者阅读的企业财务报告越多，预测能力越强。

实例学习：巴菲特投资政府雇员保险公司

> 我希望能永久保留三种持股：大都会/ABC 公司、GEICO 和华盛顿邮报。
>
> ——沃伦·巴菲特

美国政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，简称 GEICO）是巴菲特最成功的投资之一。巴菲特一直持有 GEICO 股票，并在 1996 年全部收购 GEICO 股份。GEICO 成为伯克希尔的全资子公司，是伯克希尔下属最核心的和盈利能力最强的企业之一。

从 1976 年开始买入到 1996 年全部收购，巴菲特持有 GEICO 公司股票长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达20年。1980年底，GEICO股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占20%，这是当时比重最高的一只股票。1985年，GEICO公司的股票占巴菲特投资组合的49%。

在全部收购股份的前一年即1995年，巴菲特用4500多万美元的投资赚了23亿美元，20年间投资增值50倍，平均每年为他赚取1.1亿美元。巴菲认为，GEICO之所以能够成功的最重要因素，在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使它与其他所有汽车保险公司相比如同鹤立鸡群。

巴菲特对GEICO的长期了解

1936年，利奥·古德温在得克萨斯州创立GEICO。当时，古德温是得克萨斯州圣安东尼奥市USAA保险公司的一名会计。经过几十年的发展，GEICO成为美国排名第6的私家车承保人，接受了660万辆私家车的承保业务，拥有450万保单持有人。其中每位汽车保险客户平均每年向这家保险公司支付1200美元。GEICO主要通过直销方式经营，提供一周7天、每天24小时的客户热线服务。

1986年，巴菲特在年报中公开声明，希望永久保留三种持股：大都会/ABC公司、GEICO和华盛顿邮报。其实，一直在寻找竞争优势的巴菲特，早就对政府雇员保险公司垂涎三尺："1948年时，本·格雷厄姆花了72万美元购买了政府雇员保险公司一半的股份，然而巴菲特在1995年购买这家公司相同比例的股份却支付了23亿美元。"

1993年10月27日，在给哥伦比亚大学商学院的学生们作报告时，巴菲特说："当我开始对政府雇员保险公司感兴趣的时候，格雷厄姆是这家保险公司的董事长，我就是在这儿学习他的课程。"

1951年，年仅21岁的巴菲特向政府雇员保险公司投资10282美元。1952年，他以15259美元的价格将其全部卖掉，把这笔资金基本转向了西方保险公司。

在1975年时，由于GEICO过度扩张、保险索赔大幅上升以及通货膨胀这些因素冲击着其股票与债券投资组合，GEICO亏损高达1.26亿美元，濒临破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1976 年，由于客户索赔的错误计算，以及保险定价的过于偏低，政府雇员保险公司濒临破产，它的股票价格一落千丈，从每股 61 美元跌至每股 2 美元。政府雇员保险公司创始人利奥·古德温将自己的股票留给了他的儿子小利奥。小利奥手中的股票屡屡获利，后因不堪承受这次股票的大幅下跌而自杀身亡。

但是，巴菲特却认为 GEICO 并未死亡，只是受伤了，它提供的低成本、无代理商的保险经济特许权仍旧完好无损。巴菲特不露声色地购进 GEICO 的股票。当 GEICO 接近破产边缘时，巴菲特向该公司投资 410 万美元，以平均每股 3.18 美元的价格共购买了 1294308 股 GEICO 股票。

在 1976 年以及随后的 5 年，巴菲特向政府雇员保险公司投资了 4570 万美元。巴菲特所持有的那部分股票成本价为每股 1.31 美元。

1976 年股东年会结束后，公司董事会宣布，由旅行者公司 43 岁的市场部负责人杰克·伯恩担任 GEICO 的新总裁。在巴菲特的支持下，杰克·伯恩领导公司重振辉煌。

1993 年 10 月 18 日，巴菲特对《福布斯》杂志说："它（政府雇员保险公司）的保险产品价格大大低于所有那些标准的保险公司，只赚取 15% 的边际利润。那时，它的承保成本仅为 13% 左右，然而那些标准的保险公司的承保成本可能都在 30% ~35% 之间。它是一家有着巨大竞争优势的公司，它的经营者简直就是我的上帝。"

其实，保险产业是巴菲特非常喜爱的行业，他先后投资过多家保险公司，还收购了多家保险公司。目前伯克希尔拥有 GEICO、通用再保险公司等世界著名保险公司，在保险业拥有巨大的市场份额和影响力。

GEICO 的经济特许权

巴菲特认为保险行业最明显的特征是由于保险产品非常类似以及过度签发保单而导致产业竞争非常激烈，同时也因保险产品非常类似而难以形成差异化的竞争优势。

虽然 GEICO 从事的汽车保险是一个普通服务，但巴菲特认为，如果一个企业有持续和广泛的成本优势，就可以赚钱。所以，GEICO 的企业管理层是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营成功很关键的因素。自从巴菲特投资 GEICO 以来，该公司的管理层已证明了公司的确具有竞争优势。

GEICO 拥有一个绝好的企业经济特许权，这种特许权并没有因为使用过程中所犯的种种错误而受到损害。

几十年来，GEICO 在业内建立了良好的信誉，赢得了大批忠诚的客户。公司最主要的客户是那些安全驾驶的司机，他们通过信件来购买保险，享受公司低成本和高质量的服务，再投保率很高。

向代理人支付的佣金通常会占到保险公司 15% 的保费收入，但由于 GEICO 不必向代理人支付佣金而是直接向保险客户销售保险，因此可以显著降低管理成本，并加强公司产品竞争力。GEICO 采用的通过邮寄直接销售的方式能够显著节省成本，但其他保险公司并不愿放弃已有的代理分销渠道而损害原有的市场份额，因而 GEICO 的独特直接销售方式形成了差异化的竞争优势，同时通过规模的扩大又形成了更大的成本优势，这使该公司成为巴菲特所谓的经济特许权企业。

巴菲特认为，在激烈竞争、产品高度同质化的保险产业，这样的经济特许权是非常稀少、非常珍贵的。而且，巴菲特觉得公司的管理层有能力度过那段艰难的时期，并重新建立起这种经济特许权的价值。

低成本筑就的超级持续竞争优势

巴菲特在 1986 年伯克希尔的年报中认为 GEICO 是全球最优秀的保险公司，因为它拥有非凡出众的成本竞争优势。

巴菲特说："GEICO 的经营记录是全世界保险公司中最好的，甚至比伯克希尔公司的经营记录还要好得多。GEICO 之所以能够成功的最重要因素，在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使它与其他所有汽车保险公司相比如同鹤立鸡群，即使是美国最大的互助保险公司 State Farm 等汽车保险直接销售公司的成本也显著高于 GEICO。"

巴菲特于 1980 年完成对 GEICO 的投资后，在伯克希尔 1980 年的年报中指出，他之所以在其破产之际大规模投资，是因为他认为尽管公司 20 世纪 70 年代遇到很大的财务危机，但 GEICO 的竞争优势完整无损，并且在新的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



层领导下公司竞争优势能够继续长期持续。

GEICO 在 1976 年从濒临破产的边缘东山再起。确实卓越的管理是公司重整最需要的能量，当年杰克·伯恩一上任就为公司管理改善提供充足的动力。即使身陷于财务与经营危机当中，GEICO 那些曾经使其取得巨大成功的产业竞争优势仍然完好无损。

在容量巨大的汽车保险市场中，大多数公司由于其销售渠道结构限制了灵活经营，GEICO 却一直以来将自己定位为一个保持低营运成本的公司。GEICO 根据其定位进行经营，不但为客户创造非同寻常的价值，同时也为自己赚取了非同寻常的回报。几十年来 GEICO 一直这样运作，即使 20 世纪 70 年代中期发生财务危机，也从未损害 GEICO 最关键的产业竞争优势。

1995 年，巴菲特在伯克希尔投入巨资 23 亿美元收购了 GEICO 其余 49% 的股权，他在伯克希尔 1996 年的年报中解释说，他这样做是因为他认为 GEICO 的成本竞争优势可以永远持续下去。

GEICO 公司非常重视控制费用支出，把费用支出和确定保险责任紧密地联系在一起。在 1983 ~ 1992 年 10 年间，公司费用与保险费收入之比平均为 15%，是同行业平均水平的一半。由于采用直接销售，没有代理，公司一直保持着明显的成本优势。

综合成本率反映了保险代理商的费用和损失占保险费收入的比例，是衡量保险公司成本控制水平的重要指标。（综合成本率 = 估计费用和损失 × 100/保险费收入）

由于保险公司可以从保费浮存（投保人缴存的保费减去赔付加上他们自己的成本）的投资运用中获取收益，所以保险公司可以接受超过 100% 的综合比率，即接受保险业务的一定损失。GEICO 利用其直接销售的低成本优势使其综合成本率平均在 100% 以下，从而获得一般保险公司无法获得的承保利润。所以，GEICO 的费用和损失的综合成本率明显优于行业平均水平。1977 ~ 1992 年，其保险业综合成本率为 97.1%，而保险业平均水平为 107.5%。

超额盈利能力下的超级内在价值

1976 年巴菲特开始买入 GEICO 股票时，该公司已经接近于破产边缘。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，巴菲特认为，GEICO 因为有保险业务经济特许权，所以其内在价值是不容忽视的，尽管它处于破产风险下。结果正如巴菲特所料，1976 年杰克·伯恩接任 GEICO 公司新总裁时，公司保费收入为 5.76 亿美元，亏损 2600 万美元。他在不断努力使保费收人稳步增加的同时，采取大量降低成本的措施从而使公司的盈利能力迅速恢复。1977 ~ 1979 年公司的保费收入分别为 4.64 亿、6.05 亿、6.1 亿美元，盈利分别为 3800 万、6200 万、6000 万美元。

1980 年，GEICO 净利润 6000 万美元，巴菲特按持股比例应分得 2000 万美元的利润。巴菲特对 GEICO 的发展前景充满信心，对其内在价值的评估进一步提升，他再次大量买入 GEICO 股票。增持后，他在伯克希尔 1980 年的年报中对 GEICO 的内在价值分析如下：

“我们非常高兴以 4700 万美元买入 GEICO 股票。如果是通过谈判来购买整个企业的话，要买下一家具有一流经济特征和前景光明、每年盈利能力为 2000 万美元的类似企业至少需要 2 亿美元（在一些产业，可能需要花费更多）。……在管理界并没有更多的像杰克·伯恩那样的明星经理人，还有什么会比同时拥有杰克·伯恩与 GEICO 更好的呢？在这一点上，我们对 GEICO 再满意不过了。非常重要并且非常难以模仿的产业竞争优势，加上在业务经营与资本配置方面拥有高超技巧的能力非凡的管理层，二者的天作之合使 GEICO 成为投资世界的最佳典范。如你所知，我们的持股成本约 4700 万美元，1976 年的投资占 50%，1980 年的追加投资占 50%。”

根据有关资料，应用巴菲特的现金流量贴现估值模型，可以大致推测巴菲特在 1980 年进一步大规模投资既 GEICO 股票时估值的基本过程如下：

假设 GEICO 可以不追加任何资本而能持续保持每年 6000 万美元的利润，则按当时 30 年期美国政府债券 12% 的到期收益率来贴现，GEICO 的内在价值将是 5 亿美元，几乎是它 1980 年市值的 2 倍。

如果公司能以 2% 的实际增长速度或未扣除通货膨胀影响的 15% 的速度提高其获利能力，则公司的内在价值将增至 6.66 亿美元，而巴菲特对于该公司的股票投资的价值相应为 2.22 亿美元。这说明，1980 年 GEICO 股票的市值还不到其获利能力贴现后的内在价值的一半。

GEICO 是一家有着巨大竞争优势的公司，巨大的成本优势为公司带来了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巨大的盈利能力。由于它采取直销方式，其保险产品价格承保成本仅为13%左右，然而一般采取代理销售的保险公司的承保成本可能都在30%~35%之间，因此自1982年以来，GEICO的权益资本收益率平均为21.2%，是行业平均水平的2倍。这种远远超出同行的超额盈利能力，为GEICO创造了远远高于有形资产价值的超额经济价值，因此公司具有巨大的经济商誉。

投资政府雇员公司收益

投资0.45亿美元，盈利23亿美元。

政府雇员公司分析模式

· 长期稳定业务：70年老牌汽车保险公司；
· 经济特许权：惟一不用代理人的保险公司；
· 明星经理人：杰出的杰克·伯恩，挽狂澜于既倒；
· 持续竞争优势：无可比拟的低成本优势；
· 产品盈利能力：超低成本带来超高盈利；
· 权益资本盈利能力：高出行业平均水平两倍的惊人收益率；
· 留存收益盈利能力：1美元留存收益创造3.12美元市值增长；
· 安全边际：破产风险带来难得的巨大安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
组合——把鸡蛋放在一个篮子里

一、避免进行分散投资

把鸡蛋放在一个篮子里。

——费雪

在好莱坞电影中，会出现这样一幅陈腐的券商工作的场景：人们疯狂地记笔记；同时用两部电话交谈；眼睛紧盯着不断跳跃着的电脑荧幕，只要股价稍有变动就用力敲击键盘。但是，沃伦·巴菲特作为一位典型的集中投资者，却与上述疯狂的投资家的工作模式有着天壤之别。

对巴菲特来说，他绝大多数的资产都是从为数不多的几只股票上获得的，集中投资巴菲特重要的投资策略。巴菲特有一句著名的话被经常引用来反对分散投资和投资组合，那就是："分散投资是无知者的自我保护法，但对于那些明白自己在干什么的人来说，分散投资是没什么意义的。""市场就像上帝，只帮助那些自己努力的人。""但与上帝不同的是，市场不会宽恕那些不清楚自己在干什么的人。"

多样化投资的人们缺乏足够的才能来对几个企业进行大规模投资，他们以此掩盖因自己的愚蠢所采取的行为。他们为了弥补自己的无知与愚蠢，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



把资金分散在许多不同的投资项目上。

尽管他的老师格雷厄姆的投资策略要求投资组合必须由百种以上的股票构成，尽管他曾经一度采纳了格雷厄姆的观点，但后来发现，他就像是拥有一座动物园而不是股票的多样化组合。巴菲特因此转向了费雪和芒格的理论，并且认为，他必须比格雷厄姆更了解他所投资的这些企业。

费雪认为，投资者为了避免将所有的鸡蛋放在一个篮子里，而把鸡蛋分在很多不同的篮子里，最后的结果是许多篮子里装的全是破鸡蛋，而且投资者也不可能照顾所有这些篮子的全部鸡蛋。费雪认为，由于许多投资者太迷信多样化投资理论，结果他们对自己所投资的企业的性质一无所知，或者知之甚少。

巴菲特信奉集中资产组合的理论，这就意味着他只持有几个企业的股票，而这几个企业他都有一定的了解，而且持有股票的时间也很长，这样就可以非常认真地来考虑是否需要进行某种投资。巴菲特相信，他正是利用这样一种认真负责的精神来考虑投资于什么和以什么价格投资这两个问题，从而降低风险。也就是说，这个投资策略使得他仅仅投资于一些价钱合适的优秀企业，这样可以减少遭受损失的危险。

实际上，巴菲特深受已故的伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的影响。凯恩斯在投资领域有许多杰出的见解。他曾经说过，他的大部分资产都投在几种他可以算出投资价值的企业证券上。

巴菲特从经验中出发现，本质优良、经营得当的企业通常股价股票都较高。而一旦见到价格低廉的绩优股票，他会毫不犹豫地大量收购。而且他的收购行为完全不受经济景气及市场悲观气氛的影响。只要他相信这项投资是绝对具有吸引力的，他就会大胆购买。巴菲特的这种集中投资的策略，使他获益甚丰。

在伯克希尔·哈撒韦1991年的年度报告中，巴菲特对这种投资策略作了更进一步的解释。他引用了凯恩斯的话说："随着年岁增长，我越来越相信，正确的投资方式是把大量的资金，投入到那些你了解，而且对其经营深具信心的企业。有人把资金分散在一些他们所知有限、又缺乏任何买点的投资上，以为可以以此降低风险，这样的观点其实是错误的：……每个人的知识和经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验毕竟是有限的，而我也很少能够同时在市场上发现两家或三家以上可以深具信心的企业。”

但是，集中投资必须是长期投资。如果问巴菲特持股的最理想期限，他会说“永远”，只要企业仍然产生高于平均的经济效益，而且管理层仍以理智的态度分配公司的收益，这个股就要继续保持。他解释说：“按兵不动是聪明的策略。其他多数企业券商也不会由于联邦储蓄的折现利率的小小改变，或由于华尔街的某位权威人士改变了对市场的看法就疯狂地抛售非常有利可图的分支企业。我们把持著只有少数人才拥有的最优秀企业的股票，既然如此我们为什么要改变战术呢？”

如果你拥有的是一家很差的企业，你应该将它出手，因为丢弃它你才能在长期的时间里拥有更上乘的企业。但如果你拥有的是一家优秀企业，千万不要把它出售。

这种如同散步般行动迟缓的证券管理策略，表面看起来显得不可思议，特别是对于那些习惯于经常性进行积极动态买卖的人尤为如此。但是却要指出，这样做除了能增加高于平均水准的资本以外，还有其他两项经济利益值得注意：

（1）它增加税后利润，主要包括交易中的证交税和每笔交易完成后的结算所得税赋。每项经济利益都是很有价值的，二者相加，其好处更是无可比拟。

（2）它产生降低交易成本的作用。因为投资者可以省掉大量的换手交易，从而避免交易过程中繁琐的中间环节，这节省了投资者宝贵的时间，在这些时间里投资者完全可以做别的赚钱的事，当然中间费用也大大减少了。

股市格言

对于那些明白自己在干什么的人来说，分散投资是没什么意义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一点忠告

·正确的投资方式是把大量的资金，投入到一些你了解且对其经营深具信心的企业。

·只要企业仍然产生高于平均的经济效益，管理层仍以理智的态度分配公司的收益，这个股就要继续保持。

二、集中投资的操作方法

多元化是针对无知的一种保护。

——沃伦·巴菲特

尽管集中投资是一个简单得不能再简单的想法，然而像很多简单的想法一样，它根植于一套复杂的彼此相关联的概念之上。集中投资教给你一种投资决策以及有价证券管理的新方法。既然沃伦·巴菲特将他的投资方略称为“集中投资”，投资者不妨了解一下什么是集中投资以及它是如何操作的。

对公司进行分析

对公司进行分析是进行集中投资的起点和基础。巴菲特说，分析公司是一件挺费心思的事，但其结果可能是长期受益。多年来，巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择基于一个普通的常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。所以，巴菲特的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况，以及评估它的管理状况而不是用于跟踪股价。

巴菲特使用的分析过程，包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每一个投资机会，投资者可以将这些原则视为一种工具箱。每个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为我们区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报提供了方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者如果对巴菲特的基本原则使用得当，就会走进那些好的公司，从而合情合理地进行集中证券投资，选择到长期业绩超群且管理层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也定会产生高额业绩。这就是集中投资的核心：将你的资金集中投资在产生高于平均业绩的几率最高的几家公司上。

少则意味着多

传统的多元化投资的问题在于，你极有可能买入一些你一无所知的股票。"对投资略知一二"的投资者，应用巴菲特的原理，最好将注意力集中在几家公司上。其他的坚持集中投资哲学的人则建议数量应更少些。

巴菲特认为，少就意味着多的道理在集中投资的得到了最好的体现，他说："如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选 5～10 家价格合理且具长期竞争优势的公司。传统意义上的多元化投资（广义上的活跃有价证券投资）对你就毫无意义了。"所以，对于一般投资者来说，合理的数量应在 10 家之内。

费雪也是著名的集中证券投资家。他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。1929 年股市崩溃以后不久，费雪开始他的投资咨询业务。他清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要，说："我知道我对公司越了解，我的收益就越好。"一般情况下，费雪将他的股本限制在 10 家公司以内，其中有 25% 的投资集中在三四家公司。

1958 年，他在《普通股》一书中写道："许多投资者，包括那些凭他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。"他告诫投资者说："最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都拥有它们了。我知道我想购买最好的股，不然我宁愿不买。"

费雪的儿子肯·费雪，也是一位出色的资金管理家，他是这样总结他父亲的哲学的："我父亲的投资方略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在高几率事件上下大注

巴菲特说："对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股。"可以说，像所有伟大的投资家一样，费雪绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会不厌其烦地亲自一趟趟拜访此公司。如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于该公司。

肯·费雪说："我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。"所以，费雪对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可遇而不可求的极好机遇时，惟一理智的做法是大举投资。也许，投资者从这里可明白，为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过10个股，因为每个个股的投资都超过10%，故也只能如此。

然而，集中投资并不是找出10家好股，然后将股本平摊在上面这么简单的事。尽管在集中投资中所有的股都是高几率事件股，但总有些股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

玩扑克的人可以说对这一技巧是相当熟悉的：当牌局形势对自己绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士的眼里，投资家和赌徒并无多大区别，或许是因为他们都从数学中获取知识。

降低资金周转率

在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资才最有机会在长期时间里获得超出一般指数的业绩。可以说，广泛多元化、高周转率战略与集中投资的策略是格格不入的。但是，集中投资需要投资者耐心持股，哪怕其他战略似乎已经超前也要如此。从短期角度来看，利率的变化和通货膨胀对公司收益的预期都会影响股价。但随着投资时间的加长，持股企业的经济效益趋势才是最终控制股价的因素。

那么，持股的理想时间是多长呢？似乎并无定律，但是千万不要走另一个极端，将目标设为零周转率，这是非常愚蠢的，这会使投资者丧失充分利用好机会的时机。一些投资人建议，将资金周转率定在10%～20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间，即 10% 的周转率意味着持股 10 年，20% 的周转率意味着持股 5 年。

学会处理价格波动

当投资者打开月份报表，看到白纸黑字清清楚楚地写着他们所持的股价跌了时，这会意味着什么呢？通常情况是，哪怕是懂行情的人，明知股票的下跌是正常交易的一部分，仍对此反应强烈，甚至惊慌失措。

不管从学术研究上还是从实际案例分析上，大量证据显示，集中投资的追求是成功的。毫无疑问，在追求的旅途中充满颠簸，但集中投资者忍受了这种颠簸，因为他们知道，从长期的角度看，所持公司的经济效益定会补偿任何短期的价格波动。

在传统活跃证券投资中，使用广泛的多元化组合会使个体股价波动产生的效果平均化。然而持股越多越杂，单股波动就越难在月份报表中显示出来。多元化持股对许多投资者的确是一剂镇定剂，它产生稳定由个股波动产生的情绪波动的作用。但平缓的旅程亦是平淡的旅程。当以躲避不愉快为由，将股票的升跌趋于平均的时候，所获得的只能是平均回报，而集中投资寻求的是高于平均水准的回报。

巴菲特本人就是一个忽略波动的大师，另一位这样的大师是巴菲特多年的朋友和同事、伯克希尔·哈撒韦公司的副总裁——查理·芒格。在 20 世纪 60 年代和 70 年代，芒格与巴菲特当时的情况类似，也在经营一家他有权力作决策的合伙证券公司。他决策的理论逻辑与集中投资的原则相差无多。芒格说：“早在 60 年代，我实际上参照复利表，针对普通股的表现进行各种各样的分析，以找出我能拥有的优势。”他的结论是，只要顶住价格波动，拥有 3 只股票就足够了。

或许你也是属于善于处理波动变化的投资者，即便不属此类，你也可以获取他们的某些特点。你所做的第一步是不断改变自己的言行及思维方式。获取新的行为和思维方式并非可以一步达到，但当你渐渐地教会自己面对多变的市场，处惊不变，镇定应对是完全可以做到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



运用全角度思维

约翰·梅纳德·凯恩斯是最早提出集中投资基本原理的经济学家，而巴菲特所做的，而且做得非常成功的是亲自实践了这一原理，然后才将它冠名。可以说，集中投资战略与目前投资市场占主导地位的投资方略有天壤之别。最明显的事实是他们的思维方式不同。

查理·芒格解释说，仅靠简单的资料数据和外加旁敲侧击是不够的。相反，智慧是事实的联合与组合。他认为获取智慧的惟一途径是将生活经验置于各种思维模式的交叉点上。他解释说："你必须在脑中形成各种各样的模式，你必须有各种各样的经历——不管是直接的，还是间接的——然后形成这个网格状模式。"

就芒格而言，集中投资与目前广泛使用且颇为流行的投资文化是不完全相符的，这种投资文化建立在狭窄文化的几个模式之上。为了充分享用集中投资的好处，我们必须增加新的概念、新的模式以扩大思维。如果不了解心理学中的行为学模式，你对投资就永远不会满意。如果不了解统计学中的几率论原理，你将不会知道如何优选证券组合。只有在了解了复杂的适应性原理之后，你才会真正了解到市场预测的可笑之处。

对这些学科的了解不必是完全彻底的。芒格解释说："你不必成为这些领域的伟大专家。你要做的只是接受一些真正重要的概念，尽早尽快地将这些原理学好。"

芒格说，第一条要学的规则是必须在脑中形成多种模式。不仅需要拥有这些模式，而且需要从不同的学科去深入了解这些模式。一个成功投资者需要从多学科的角度去思维。

因为世界并不是多学科的，这种思维方式使你看问题的方式与众不同。芒格指出，商业学教授一般不会将物理学原理放进他的授课之中，同样物理学教师也不会讲授生物学，生物学教师不讲授数学，数学家也极少在课程中讲授心理学。根据芒格的观点，投资者必须忽略这些"学术上的法定界限"，并将所有格状设计中的模式包括在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格说："人类大脑必须以模拟状态运行是不可否认的事实。窍门在于你的大脑如何透过了解大多数基本模式而比别人的大脑运行得更好，从而使这些模式在单项工作中发挥作用。"

集中投资者必须掌握的最复杂的原理是选股模式。许多人已透过《沃伦·巴菲特的投资战略》对此有所了解，但还需添加一些简单的原理以完成所需的教育：了解如何将这些股票集中组合起来，如何管理这些证券使其在未来产生最大的回报。这两位思想家不仅为他们个人赢得了荣誉，也为他们的公司带来了荣誉。他们形容自己的公司为"透过一些重要概念的实际运用来教会人们正确思维方式的教诲型公司"。

芒格说："伯克希尔·哈撒韦是一个非常传统的公司，我们尽力保持这种风格。这并不是说我们的公司守旧迂腐，而是尽力遵守永恒的真理：基本的生活常识、基本的恐惧感、基本的人性分析，这使得我们对人的行为能进行预测。如果你能做到以上几点并遵守一些基本原则，你就会在投资业做得很好。"

股市格言

少则意味着多。

一点忠告

· 对公司进行分析是进行集中投资的起点和基础。

· 如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选5～10家价格合理且具长期竞争优势的公司。

· 将你的资金集中投资在产生高于平均业绩的几率最高的几家公司上。

· 在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资最有机会在长期时间里获得超出一般指数的业绩股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三、选择企业的三要素

对我来说，股市是根本不存在的。要说其存在，那也只是一个让某些人出丑的地方。

——沃伦·巴菲特

巴菲特说："当我们投资购买股票的时候，应该把自己当作是企业分析家，而不是市场分析家、证券分析家或宏观经济分析家。当然，我们并不知道如何解决有困难的企业所面临的问题，只是尽量避免投资于这些有问题的企业。我们之所以取得目前的成就，是因为我们关心的是寻找那些我们可以跨越的一英尺障碍，而不是去拥有什么能飞越七英尺障碍的能力。"

巴菲特并不从市场理论、宏观经济思想或是局部趋势的角度来思考问题，他认为股票是个抽象的概念。所以，他的投资行为是与一家企业如何运营有关的。巴菲特相信，如果人们不是被企业经营而是被某些肤浅的消息吸引到一场投资计划中去的话，他们更有可能在刚一看到某些不对或损失的苗头时就吓跑了。巴菲特与这些人不同，他总是集中精力尽可能多地了解企业的深层次因素，这些因素主要集中在以下三个方面。

业务简明易懂

巴菲特认为，投资者成功与否，与他是否真正了解这项投资的程度成正比。这一观点是区分企业导向和股市导向这两类投资人的一个重要特征。后者仅仅是购买了股票，一家换过一家而已。

巴菲特多次忠告投资者："一定要在你自己能力允许的范围内投资。能力有多强并不重要，关键在于正确了解和评价自己的能力。"

这些年来，巴菲特曾经拥有过类别广泛的企业：纺织品公司、零售商、银行、保险公司、广告公司、铝材料和水泥公司、加油站、农具厂、报纸、石油和矿产开采公司、食品饮料和烟草公司以及广播电视公司。这些企业中，有些是由巴菲特控股，而有些企业，巴菲特只是少数股东。不管处于何种股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权地位，巴菲特都很了解这些企业是如何经营的，包括盈利、费用、劳工关系、现金流量、价格的灵活性，以及公司的资本需要、分配与运用状况等。

巴菲特之所以能够保持对所投资的企业有较高程度的了解，是因为他有要求地把自己的选择限制在他自己的理解力能够达到的范围。有些专业人士认为，巴菲特给自己设置的这些限制，使他无法投资于那些收益潜力巨大的产业，比如高科技企业。巴菲特则认为，“投资者只要能够避免大的错误，就很少再需要做其他事情了。”在巴菲特看来，超乎寻常的投资成就，往往只是透过普通的事情来获得的，关键是如何把这些普通的事情处理得很出色。

始终如一的经营历史

巴菲特并不只是避免分析上的复杂，他对企业经营业务也有明确的要求。巴菲特通常拒绝投资由于以前的计划不成功而准备改变经营方向的公司。

根据巴菲特的经验，那些多年来生产同样产品、提供同样服务的企业，往往有最好的投资回报。而那些正在转变经营业务的企业，则更有可能出现重大的经营失误。巴菲特认为，剧烈的改革和丰厚的投资回报通常是不相容的。但绝大多数投资者却持相反的看法，一段时期内，投资者争购那些正在进行公司重组的公司股票。巴菲特却认为，这些投资者对这类公司未来的收益寄予厚望，却忽视了这类公司的现状和问题。

巴菲特从自己在企业经营和投资方面的经验教训中深深地体会到，经营方针的重大转变很少能真正产生作用；以合理的价格购买优秀的企业和以便宜的价格购买有问题的企业相比较，前者更具增加投资收益的可能。

令人满意的长期发展前景

按巴菲特的投资观点，整个经济世界可划分为有特许经营权的企业形成的小团体和一群普通的企业组成的大团体，后者中的大部分企业的股票是不值得购买的。

对于特许经营，巴菲特的定义为：一家公司提供的产品或服务，有市场需求甚至强烈的需求，没有比较接近的替代产品和没有受到政府管制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这些特征允许特许经营型企业有规则地提高它们的产品或服务的价格，却不必担心失去市场占有率。特许经营企业甚至可以在需求平稳、生产能力未充分利用的情况下提高售价，这种定价的灵活性是特许经营的一个重要特性，它使得投资者可以得到超乎寻常的回报。特许经营企业另一个明显的特点则是拥有大量的经济商誉，可以更有效地抵抗通货膨胀的负面影响。特许经营通常会形成盈利优势。优势之一表现在可以自由涨价从而获得较高的盈利率。另一点则是在经济不景气时，比较容易生存下来并保持活力。

相反，普通的商品企业所提供的产品或服务与竞争对手往往大同小异，甚至雷同。几年前，普通的商品包括汽油、化学品、油料、铜、小麦、木材和橙汁。如今，电脑、汽车、空运服务、银行服务和保险也都成了典型的日用商品。尽管有巨大的广告预算，它们的产品或服务仍然与竞争对手没有实际意义上的区别。

整体来说，普通商品企业通常是低报酬率的企业，巴菲特称之为“盈利困难企业的主要候选者”。

巴菲特分析完公司的经营特征后，接下来评断它的相对竞争优势和弱点。他强调说：“我所看重的是公司的盈利能力，这种盈利能力是我所了解并认为可以保持的。”巴菲特认为，能持有一家即使犯了错误、利润仍能超过平均水准的企业的股票是很高兴的。特许经营企业可以容忍管理失误。无能的管理者可能会减少它的盈利能力，但不会造成致命的损失。

一个特许经营企业可以忍受无能的管理而继续生存，而一家普通的企业则不能。

股市格言

一定要在你自己能力允许的范围内投资。能力有多强并不重要，关键在于正确了解和评价自己的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点忠告

投资者应集中精力尽可能多地了解企业的深层次因素，这些因素主要集中在：

· 企业的业务是否简明易懂；

· 企业经营历史是否始终如一；

· 企业是否具有长期令人满意的前景。

四、考察管理者的几个准则

困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧思想。

——沃伦·巴菲特

巴菲特考虑购买一家企业时，总是仔细考察该企业的管理。巴菲特所购买的企业必须是由诚实、有能力并且令他欣赏和信任的管理者领导的。

巴菲特对有意收购或投资的企业管理的考察主要包括以下几个方面。

管理者的行为是否理性

对股东来说，最重要的管理行为是公司资金的分配。因为从长远来看，资金分配决定了股东投资的价值。巴菲特认为，如何分配公司盈利——继续投资还是分配给股东，是一个逻辑和理性的问题。

如何分配公司盈利，与公司处于生命周期的哪一阶段有关。当一家公司沿自己的经济生命周期向前发展时，它的成长速度、销售收入、利润和现金流量都会发生戏剧性的变化。

在第一阶段，即初始发展阶段，公司因为开发产品和建立市场，支出大于收入。

在第二阶段，即迅速成长阶段，公司盈利能力增强，但内部产生的现金仍无法支援公司快速发展对资金投入的需求。此时，公司不仅要保留所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盈利，还要透过借债或发行股票来筹集发展资金。

而第三阶段，即成熟阶段，公司发展速度开始减慢，产生超过扩展和经营所需要的现金。最后一个阶段，即衰退阶段。公司开始体验到销售和利润同时下降，但仍能产生多余的现金。如何分配利润这一问题突出展现在企业成长的第三、四阶段，特别是第三阶段。

如果多余的现金用于再投资的收益率超过公司股权资本成本，即公司股东要求的收益率，则公司应保留所有的利润进行再投资。另一方面，如果再投资收益率低于资本成本，则保留盈利进行再投资就是不合理的行为。如果一公司产出的现金超过内部投资与维持经营对资金的需求，但继续在本公司业务上投资只能获得平均水准甚至低于平均水准的投资报酬率，那么这家公司的管理者在利润分配时将面临三种选择：

再投资于公司现有业务上；

购买成长型企业；

分配给股东。

正是在这一决策的关键点上，巴菲特才尤其关注企业管理者的行为。因为在这里，才能真正展现公司管理者的行为是否理性。

整体来说，那些不顾再投资收益率会低于平均水准仍然继续投资的管理者，往往认为低报酬率的情况只是暂时现象。他们相信，凭着管理层的才能，可以提高公司盈利能力。如果一家公司多次忽视低投资报酬率问题，执意将多余现金进行再投资，那么该公司的现金会成为越来越没有价值的资源，公司股价也会相应下跌，利润回报日益恶化。现金富裕、股价较低的公司往往会吸引公司并购者的注意，这也就是公司现任管理层任期终结的开端。为了保护自己，经理们经常选择第二个方案：购买另外一家所谓成长型的公司。

宣布并购计划有激励股东、阻止公司并购者的作用。但是，巴菲特对需要透过并购其他企业来促进自身成长的公司持怀疑态度，其中的一个原因是，这样的成长可能代价过高，得不偿失；另一个原因是，这样的公司需要整合成一家新公司，这就有可能会犯下损害股东利益的重大错误。

巴菲特认为，对拥有不断增加的现金，却难以获得高于投资平均收益率的公司来说，惟一合理的做法，就是将这些现金返还给股东，具体做法有增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加红利和购股份两种。

股东拿到现金红利后，就可以自主选择其他报酬率更高的投资机会。从表现上看，这好像是一桩好事，因此很多人认为红利不断增加是企业经营良好的表现。但巴菲特坚信，只有股东利用他们的现金进行投资从而获得比公司利用盈利再投资而产生的现金更多时，这才是对的。

这些年来，巴菲特在他的投资上获得了很高的回报，而且保留其中所有的收益。在这样高的收益下，给股东分红就等于是提供了错误的服务。因此，伯克希尔·哈撒韦公司不对股东派发现金红利并不令人惊讶，股东也相当满意。1985 年，巴菲特询问伯克希尔·哈撒韦公司的股东以下的三种股利政策中哪一种更符合他们的心意：

（1）继续将所有的盈利再投资，不分红派息；

（2）适当分配现金红利，把经营利润的 5% ~15% 用于分红派息；

（3）按时下美国公司典型的做法分红派息，即将全部利润的 40% ~50% 用于分红派息。

结果，88% 的股东愿意继续现存的不分红派息的股利政策，显示出伯克希尔·哈撒韦公司的股东们绝对相信巴菲特。

如果说现金红利的真正价值有时会被误解的话，那么采用赎回政策把盈利返还给股东的做法就更是如此了。从很多方面来讲，股东从股票赎回中得到的利益更间接、更无形。

巴菲特认为股票赎回的回报是双重的。如果股票的市场价格低于其内在价值，那么赎回股票就有良好的商业意义。例如，某公司股票市价为 100 美元，内在价值却是 200 美元。那么，管理层每次赎回时，就等于花费 1 美元而得到 2 美元的内在价值。这样的交易对其余的股东来说，收益是非常高的。

巴菲特进一步说，公司经理们在市场上积极赎回股票时，是在表示他们以股东利益最大化为准则，而不是不计效益盲目扩展公司资产与业务。这种立场向市场发出了利多信号，从而吸引其他正在股市上寻找管理优秀且可以增加股东财富的公司的投资者。此时，股东通常可以得到两项回报——第一项是最初公开的市场上购买，紧接着是因投资人的追捧而造成的股价上扬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



管理者对股东是否坦诚

巴菲特特别敬重那些不利用公认会计准则来隐瞒、包装企业业绩真实情况的经理人员。那些全面、真实地披露公司财务状况的管理者，如果他们承认错误如同公告成功一样，并且能对股东坦诚相待，那是投资者最青睐的。

巴菲特认为，大多数企业的年度报告是虚假的。每个公司都在犯错误，只是程度不一。大多数管理者在报告业绩时乐观有余，诚信稳健不足。这一行为只能满足经理人员自己的短期利益，但从长远来看，对谁都没有好处。所以，巴菲特还欣赏那些有勇气公开讨论失败的人。

巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司的年度报告中，公开了伯克希尔·哈撒韦公司盈利能力和管理状态的好的和坏的两方面的状况。巴菲特一直披露伯克希尔·哈撒韦公司在纺织或保险业务方面所遇到的问题，以及他自己的管理失败。从 1989 年开始，巴菲特在年度报告中列举自己所犯的错误，称为“25 年中的第一个失误”。在年报中，巴菲特不仅坦言了自己的失误本身，而且还包括因为他处理失误而丧失的机会。

巴菲特这一做法在管理层报告中还是具有创造性的，因为巴菲特深信，坦诚对管理者和股东都有好处。他说：“误导大众的经理人，最终也将误导他自己。”巴菲特将这一见解归功于查理·芒格，认为是他帮助自己理解了研究一个人的失败比只关心他的成功更重要的道理。

尽管评论家们认为，巴菲特之所以敢于实行他的公开承认错误的计划，是因为他拥有伯克希尔·哈撒韦公司 42% 的股份。因此，即使公开坦承所犯错误，也没有被炒鱿鱼的后顾之忧。这当然是一个因素，但巴菲特这么做的意义却远不止于此。

管理者是否受惯例驱使

如果资金的分配和利用是这么简单而又必然，为什么总是处理不好呢？既然管理者是透过解决困难和修正错误来赢得尊敬和信誉，为什么那么多的年度报告中却只鼓吹成功呢？巴菲特将其原因归结为“惯例驱使”。正是这些貌似无形的惯例导致公司管理者模仿别人行为的趋向，而不顾及那些行为可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是非常愚蠢和不合理的。

在学校所学到的是：有经验的公司管理者是诚实而又聪明的，可以自动作出合理的经营决策。但一旦来到企业的实际环境中，巴菲特看到和体会到的却是另一番景象，巴菲特宣称这是他职业生涯中最令人吃惊的发现。他说："当惯例驱使发生作用时，理性是脆弱无力的。"

巴菲特将惯例驱使的力量归纳为以下几种情况：

（1）就像工作占用了所有可用的时间一样，公司的计划和并购也具体化为用尽所有可支配资金。

（2）一个组织或机构拒绝在当前方向上作任何改变。

（3）在每项业务上，不管经理人员的筹划有多么不明智，都能很快获得由工作人员悉心准备、内容详实的关于利润率、策略等方面研究报告的支持。

（4）盲目模仿、争相攀比同类公司的行为，包括扩张、并购、建立经理奖励制度。

大多数管理者都不希望在别的公司每季都有盈利时，自己的公司却发生令人难堪的赤字亏损，因为这样往往会被人们视为无能。尽管他们自己也相信，按着原来既定的方向继续走下去必然是悬崖，却不愿勒马改道，而跟随别的公司总比改变方向轻松。

确实，巴菲特不用担心被炒鱿鱼，因而可以作出一些非常规的决定。同样，如果一名管理者有较高的交流技巧，就容易使股东相信短期的损失可以带来长期的高利润。巴菲特深知，无力抵抗习惯性压力的情形，往往很少与股东有关，关键在于经营者是否乐意接受根本的改变。

即使管理者接受现实，认为公司必须进行改革以避免可能的破产，但对大多数企业来说，改革计划很可能因大多数人感到困难而难以贯彻执行，最终往往是被一个折中的方案所替代：购买一家新公司，而不是正视当前实际问题。为什么管理者会这样做？

巴菲特认为，对管理者行为影响最大的三点事实是：

（1）大多数管理者不能控制自己行动的欲望，从而产生过激行为，而这些过激行为又往往透过企业接管来寻找发泄的出路。

（2）大多数管理者总是不断把自己企业的销售、盈利、经理奖励等与其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他企业进行比较。这种比较往往容易导致企业经理的非理性行为。

（3）大多数管理者通常会高估自己的管理能力。

巴菲特说，总经理们大多是因为在公司其他方向的优异表现才提升到这个职位的，如管理、设计、市场营销或是生产部门。由于他们中的大多数缺乏资金运用的经验，所以，只得向下属、顾问或投资银行家们寻求建议。在这里，习惯性规则就开始影响决策过程了。只要总经理把15%的投资报酬率作为判断是否收购的标准时，他的下属就会向他报告说投资报酬率实际可以达到15.1%。

巴菲特曾与美国企业界一些最聪明的管理者一起工作，包括可口可乐公司的小罗伯特和威尔斯·法高银行的理查。但即使是这些聪明能干的经营者一旦接手问题重重的企业，也无力回天。巴菲特说：“如果你把这些经营高手放到一家有问题的企业中去，也不会有多大起色。”他所说的意思是，不管这位经营者给人的印象多么深刻，他也不会仅因为这个经营者而投资于一个糟糕的企业。

最后，巴菲特说：“让一个聪明、有能力的经理人员来处理一个基本情况极差的企业时，企业状态也没有什么变化。”所以，对于经营者的能力评估在很大程度上是一种主观努力，因此不应该一味加以量化。不过，可以辅以一些量化标准，如权益资本收益率、现金流量以及经营利润等。

股市格言

投资者购买的企业必须是由诚实、有能力并且令他欣赏和信任的管理者领导。

一点忠告

考察企业的管理者是否值得投资，可从三个方面进行：

- 是否理性；
- 是否坦诚；
- 是否太受惯性驱使。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、了解企业财务的四条建议

一个人阅读的企业财务报告越多，预测能力越强。

——沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特与费雪一样，深知如果管理者无法把销售收入变成利润，那么企业所做的投资就没有价值。

巴菲特评价管理和获利能力以及财务评估方面的准则，是以某些典型的巴菲特信条作为基础的。他以下面几个准则作为自己在财务评估方面的指导。

集中于权益资本收益

巴菲特认为："对经营管理获利状况最重要的标准，是已投入股权资本的收益状况，而不是每股收益。"巴菲特更愿意使用权益资本收益率——经营利润对股东权益的比例来评价一家公司的经营业绩。

采用权益资本收益率评价业绩时，需要作某些调整。首先，有价证券应该按投资成本而不是按市场价格来估价，因为股票市场价格会严重地影响一家公司的权益资本收益率。例如，如果一年中股价戏剧性地上升，那么公司净资产价值就会增加，即使公司经营业绩的确非常优秀，但与这么大的股权市值相除，权益资本收益率也将急剧减小。相反，股价下跌会减少股东权益，从而会使平庸的盈利状况看起来比实际好得多。

其次，投资人也应控制非经常专案对公司利润的影响。巴菲特将所有资本性的收入和损失以及其他会增减利润的特殊项目排除在外，集中考察公司的经营利润，他想知道，管理层利用现有的资本透过经营能产生出多少利润，他认为这就是判断管理者获利能力的最好指标。

另外，巴菲特始终认为，一家企业应能在没有或极少负债的情况下，用股权资本来获得收益。我们知道，提高财务杠杆比率，即增加债务资本，可以增加权益资本收益率。巴菲特非常清楚这一点。但是，通过借更多的钱来提高伯克希尔·哈撒韦公司权益资本收益率的想法并未打动他。"优秀企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资决策，会产生令人满意的业绩，即使没有贷款的帮助也一样。”而且，财务杠杆比率较高的公司，在经济增长缓慢或衰退时，是极为脆弱的。巴菲特宁可在财务调度方面多花心思，也不愿意冒因增加债务而使伯克希尔·哈撒韦公司股东权益受到威胁的风险。

巴菲特在债务方面的考虑显然是相当保守的。但在确实需要借债时，巴菲特并不畏缩。实际上，他更愿意在预料到未来使用状况时借债，而不是临时抱佛脚，在需要已经紧迫的时候再去借债，巴菲特说，如果企业每次进行有利可图的投资都能与贷债的时机恰到好处地匹配，那是很理想的，但实际情形却往往相反。低成本的资金往往会使资产的价格上升，而高利率的资金却往往会增加负债成本，同时会降低资产价值。当购买公司股票的价格达到最理想的价位时，资金高成本（较高的利率）却往往降低这一机会的吸引力。针对这种状况，巴菲特认为，公司的资产与负债管理应该相互独立。

这种为日后的发展而借款的哲学，会影响近期的盈利。但巴菲特只在确信未来的经营会带来比目前债务成本更高的利润时，才会真正这么做。而且，真正有吸引力的商业机会很少，所以巴菲特希望伯克希尔·哈撒韦公司能枕戈待旦，作好准备看准时机果敢出手。

巴菲特并不针对某一企业负债水准是否合适提出建议。很明显，不同的企业现金流量不同，可以应付的债务水准也不同，巴菲特想说的是，一家优秀的企业应该可以不藉助债务资本，而仅用股权资本来获得不错的盈利水准。如果公司是透过大量的借款来获得利润的，那么该公司的获利能力就值得怀疑。

用“股东收益”来衡量内在价值

巴菲特告诫投资者说，应该注意会计上的每股收益只是判断企业内在价值的起点，而非终点。“首先应该明白，并非所有的利润都是同样被产出的。那些相对于利润具有过多资产的公司，所报告的利润只是表面的。因为通货膨胀实际上征收了资产密集企业的获利率，导致这类企业的盈利化为幻影。所以，只有当分析家们了解预期现金流量时，会计上的利润才有利用价值。”

巴菲特又指出：即使是现金流量也并非是完美的衡量标准。现金流量也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常会误导投资者。现金流量用于评估初始投资很大而后续投资小的企业（如房地产、油田、电报电话公司等）时还是比较恰当的，但对于需要持续不断的资本性支出的生产制造型企业，用现金流量来评价是不够准确的。

公司的现金流量，通常被定义为税后利润再加上折旧和摊提等非现金费用。巴菲特认为，这一定义的不足之处在于，它未考虑一个重要的经济事实——资本性支出。公司一年的利润中还包括用来购买新设备，升级更新工厂和维持公司运营的费用。根据巴菲特的估计，大约95%的美国企业需要与折旧大约相等的资本性支出。企业可以将资本性支出延迟一年或更长，但如果长期这么做，不进行必要的资本支出，企业肯定会衰退。资本性支出就像公司的劳务和原料成本一样，也是企业的一项常规费用。

巴菲特更喜欢使用他称之为“股东收益”的指标，即公司的税后利润加上折旧、推销等非现金费用，同时，减去资本性支出费用以及可能需要增加的运营资金量。巴菲特承认，“股东收益”并不能为价值分析提供所要求的精确值，因为未来资本性支出需要经常评估。但巴菲特总是引用凯恩斯的话来解释自己的观点：“宁可接受模糊的真理，也不要精确的错误。”

经营利益率与成本压力

巴菲特与费雪一样，深知如果管理者无法把销售收入变成利润，那么企业所做的投资就没有价值。根据他的经验，成本管理存在“马太效应”，即高成本运营的管理者趋向于寻找途径增加成本，而低成本经营的管理者却总在寻求减少成本的途径。

伯克希尔·哈撒韦公司是一个独一无二的公司。公司的职员人数甚至不够组建一支棒球队，公司没有法律事务部或是公共关系部，没有设置专门策划公司并购并由受过工商管理硕士课程训练的员工组成的公司策略部，也不雇用安全保卫人员、汽车司机和杂工。伯克希尔·哈撒韦公司的费用开支还不到经营利润的1%。相比之下，其他盈利水准相似的公司这一比率则高达10%，也就是说，那些公司仅仅因为日常开支过大，就使股东拥有的财产价值减少了9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一美元的市场价值

投资者如何检验是否选择了一家具有良好的长期发展前景，并由以股东利益为导向、精明能干的管理层来经营的企业呢?

对于这一问题，巴菲特通常是透过比较公司市场价值增量与保留盈余增量来加以验证的。我们知道，尽管个别时候股价会因各种原因偏离其内在价值，但从长远来看，股票市场会合理地反映公司的内在价值。对于保留盈余也是一样的。如果公司运用保留的利润，在较长时间内都没有获得较好的收益，则有效市场就会在该公司股票价格上展现出它的失望。相反，如果公司利用追加资本获得的收益超过平均水准，这一成功也会展现在股价的上升中。在巴菲特的快速测试中，公司股票市值增量应至少不低于保留盈余的数额。如果公司的市场价值增量超过保留盈余增量，当然更好。巴菲特对此的解释是：“在这个巨大的交易舞台中，我们的任务就是寻找这类企业：它的盈利状况可以使每一美元的保留盈余至少能转化为一美元的市场价值。”

股市格言

如果管理者无法把销售收入变成利润，那么企业所做的投资就没有价值。

一点忠告

投资者以下面几个准则作为自己在财务评估方面的指导：

· 集中于权益资本收益，而不是每股收益；

· 计算“股东收益”；

· 寻找经营利润率高的公司股票；

· 对每一美元的保留盈余，确认公司已经产生出至少一美元的市场价值用权益资本收益率来评价经营业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实例学习：巴菲特投资华盛顿邮报公司

在伯克希尔公司，我通过投资华盛顿邮报将1000万美元变成13亿美元。

——沃伦·巴菲特

传媒行业的高盈利

巴菲特对传媒行业进行了深入分析，将其产业的基本特征总结为由于经济特许权形成的产业平均高盈利水平。所以，巴菲特对传媒行业非常喜爱，先后投资过联合出版公司、华盛顿邮报、大都会/ABC等多家传媒产业公司。

1984年，巴菲特曾在伯克希尔年报中感叹传媒产业的高盈利特性。他认为，在商业社会中，一家占有主导地位的报纸的经济状况是最具有优势的，当一流的报纸取得高获利时，三流报纸的获利水平却一点也不逊色有时甚至更多一些，只要这两类报纸在当地都占有主导地位。当然，产品的品质对于一家报纸取得主导地位非常关键。这一点，打破了那些相信企业主们只有通过努力来推出最好的产品才能取得最好的盈利的人们惯常的看法。

对于报纸行业来说，一旦主宰当地市场，报纸本身不管报纸好坏，都会大赚特赚，因为即使是一份水平很差的报纸，对一般民众来说仍然具有公告栏的价值。尽管一份烂报无法像一份一流报纸拥有广大的读者，但是一份水平很差的报纸对一般市民却仍然具有很重要的作用而吸引他们的注意力，从而也会吸引广告商们的注意力。但这一点用在其他产业上就不行，质量水平较差的产品，其经营状况也肯定会比较差。

巴菲特认为，很多公司介于特许事业与一般事业之间，可以将他们形容为弱竞争力的经济特许权企业或是强竞争力的一般企业，而传媒产业则不同，它的高盈利来自于其取得市场垄断地位的经济特许权。巴菲特说，一家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



拥有经济特许权的特征有三点：

(1) 产品确有需要或需求；

(2) 被顾客认定为找不到其他类似的替代品；

(3) 不受价格上的管制。

一家具有以上三个特点的公司，就具有对所提供的产品与服务进行主动提价的能力，从而赚取更高的资本报酬率，更重要的经济特许权比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低经济特许权的获利能力，但是并不会造成致命的伤害。与经济特许权企业不同，一般企业会因为管理不善而倒闭。

在巴菲特眼中，传媒产业拥有经济特许权的三个特点，所以这些企业还能够制定侵略性的价格并容忍宽松的管理，尽管现在资讯与娱乐的消费者在寻找过程中越来越能够享受到更加广泛的渠道选择。当然，传媒产业也并不是没有市场上缺陷，它的消费者的需求并不会随着供给的增长而同步增长。也就是说，需求基本上是固定的，所以结果就是竞争会变得更激烈，市场被进一步分化，传媒产业也会因此丧失了部分原有的经济特许权能力。

华盛顿邮报公司的竞争优势

1971 年，华盛顿邮报公司股票上市时，公司发行了1354000股 B 种股票，B 种股票股东只能选举董事会的次要成员，而 A 种股票股东有权选举公司董事会的主要成员。凯瑟琳·格雷厄姆持有50%的 A 股，可以有效地控制公司。

1971 年 6 月，《华盛顿邮报》在巨大的政治压力下刊登了五角大楼文件并跟踪报道水门事件，直接导致了尼克松总统的辞职。邮报此举充分表现了作为媒体的独立性，使该报获得了崇高的声誉，确立了该报在业内的领袖地位。之后的几十年，《华盛顿邮报》一直在竞争中努力前进，通过收购《国际先驱论坛报》，建立了非常大的竞争优势，并且很快打败主要的竞争对手。1981 年，竞争对手《星报》不得不被迫停刊，这使得《华盛顿邮报》实际上成为这个世界上最重要的城市之一美国首都华盛顿的惟一一家处于垄断地位的报纸。

1973 年巴菲特买入华盛顿邮报公司股票时，公司的主营业务收入来源包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括：50%以上来自《华盛顿邮报》，其他不到50%的收入来自于《新闻周刊》杂志和三家电视台、一家广播电台。华盛顿邮报公司还拥有《国际先驱论坛报》50%的股份，目前公司下属的《新闻周刊》也是与《时代周刊》并驾齐驱的全球最有影响力的杂志之一。

在整个20世纪80年代，《华盛顿邮报》因为对水门事件的报道获得普利策奖而在新闻界获得崇高的地位，公司经济收益也大幅度提升。1973年巴菲特买入股票时，华盛顿邮报公司的权益资本收益率是15.7%，与当时大多数报纸的平均盈利水平相当，略高于标准普尔工业指数的平均水平。而当时《华盛顿邮报》作为领头羊在华盛顿市场中占主导地位，拥有整个华盛顿地区报纸发行量的66%。但5年后华盛顿邮报公司的权益资本收益率增长了1倍，比报业平均水平高出50%。1974年华盛顿邮报公司每1美元的销售收入的营业利润为10美分，而1985年则增长到19美分，同时，权益资本收益率也大幅度提升，1988年高达36.3%。

巴菲特对华盛顿邮报公司的投资策略分析

第一点是关于安全边际。在1973年时华盛顿邮报公司股权收益率达到19%，其收入增长趋势也很好。但1973年其股价下跌了近50%，因为美国的股市崩溃了，股指大跌20%。巴菲特抓住这一良机，投资1062.8万美元买入461750股B种股票，平均买入价格为每股22.69美元，具备了良好的安全边际。

其次是关于集中投资的规模分析。1977年底，华盛顿邮报公司股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占18.4%。在1973年时巴菲特还没有买入GEICO保险股票，华盛顿邮报公司股票当时在投资组合中占的比重可能超过30%以上。

另外是关于长期持有的期限分析，巴菲特坚持了他一贯的投资风格。1973年巴菲特持有华盛顿邮报股票46.175万股，1979年拆细为186.86万股，1985年略有减少为172.78万股，然后到2003年底巴菲特仍然保持持股数量。这是巴菲特持有时间最长的一只股票，长达30年。

在投资收益上，1973年巴菲特用1062.8万美元买入华盛顿邮报公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票到 2003 年底市值增加到 13.67 亿美元，投资收益率高达 128 倍。

华盛顿邮报公司分析模式

- 长期稳定业务：70 年从小报发展为传媒巨型企业；
- 经济特许权：报纸的天然垄断性；
- 明星经理人：让尼克松辞职的女人；
- 持续竞争优势：全球最有影响力的报纸之一；
- 产品盈利能力：高于报业平均水平两倍的利润率；
- 权益资本盈利能力：1975～1991 年每股收益增长 10 倍；
- 留存收益盈利能力：1 美元留存收益创造 3.12 美元市值增长；
- 内在价值：垄断行业创造垄断超额价值；
- 安全边际：大熊市创造难以置信的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
持股——长期持有

一、巴菲特眼中的投资期限

我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。

——沃伦·巴菲特

股市里有条规定：每个投资人必须自己承担投资的风险。这是全世界投资册子里都写明的，不过，很多投资人在吃亏之前，都不知道其中的道理。

我们之前也说过，投资就像经济学那样，不完全只是一种科学，它同时也是一种艺术。如果谁认为可以把今日股市里的所有股票当成数学数字来计算就能够确保未来成为大富豪的话，几十年后的他将会大失所望！

巴菲特是长线投资的典范，他在选择投资对象时，从来不会把自己当作市场分析师，而是把自己视为企业经营者。巴菲特选择股票前，会提前做许多充分的功课，比如：了解这家股票公司的产品、财务状况、未来的成长性，甚至于潜在的竞争对手。

巴菲特曾说："我从不打算在买入股票的次日就赚钱，我买入股票时，总是会先假设明天交易所就会关门，5 年之后才又重新打开，恢复交易。"巴菲特非常反对短线交易，他认为那只是浪费时间及金钱的行为而已，而且会影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



响到操作绩效，影响你的身体。

关于长线投资

长线投资是巴菲特的重要投资策略。长线投资是指看好股票的未来，买了股票之后，长期持有（一般起码三个月以上甚至有长达几年、几十年的），因企业发展而获利，叫做长线投资；与之相反，在炒股过程中高抛低吸赚差价，长的可能持有三五天，短的今天买了，明天就抛，这就叫做短线投资。

的确，如果说短线投资者是艺术家，那么则长线投资者就是工程师。艺术家在进行艺术创作充满兴奋和激情，而工程师进行工程却充满艰辛和挑战，因为工程需要长期努力，中途会出现意想不到的情况。事实的确如此，长线投资更注重理性和客观，而不是激情和感觉。但也正是因为长线投资的这种理性和客观，会让很多抱有投机心理的参与者失去每日交易的兴奋，从而促使他们加入到短线投资的行列中去。

内在价值高于市面价值

具体而言，巴菲特所奉行的长期投资战略就是，当公司股价被市场严重低估时他大量买进，然后一直长期持有，这也是巴菲特著名的内在价值高于市面价值的投资理论。如上文所述为他带来巨额投资回报的华盛顿邮报公司的股票，他就持有整整30年。

巴菲特认为，投资和投机的区别在于：投机者主要关注的是公司股价，而投资者则关注于公司的业务状况。没有人能够成功地预测股市的短期波动走势。对股市的短期预测是毒药，应该要将它放在最安全的地方，远离那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资者。所以，他说，“如果你没有持有一种股票10年的准备，那么连10分钟都不要持有这种股票。”

投资优秀的、具备长期成长性的好企业

其实，巴菲特并不是将其所有的股票都进行长线投资，他认为只有极少的股票值得长期持有。巴菲特曾经买入过数十只股票，其中大部分持有期限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长达数年，也有一些股票持有时间较短，不过只有可口可乐、华盛顿邮报、吉列等少数几只股票自买入后一直持有长达 10 多年甚至 30 余年。

透明盈利

前面我们曾提到过，巴菲特著名的投资理论就是内在价值高于市面价值，并以此决定是否进行长线投资。那么，衡量一只股票的内在价值是否高于市面价值的方式是什么呢？那就是——透明盈利。

每年，巴菲特都会有致股东的信，在 1984 年、1990 年和 2002 年的信中，巴菲特曾经阐述过有关透明盈利。他认为，透明的盈利应该有三部分组成，那就是报告营业利润加上主要被投资公司的留存收益（按一般公认会计原则这部分未反映在公司利润里面），扣除如果这些留存收益分配给时本应该缴纳的税款。

为了计算这种透明盈利，投资者应该确定投资组合中每只股票相应的可分配收益，然后进行加总。每个投资人的目标，应该是建立一个投资组合（类似于一家投资公司），这个组合在从现在开始的 10 年左右将为他带来最高的预计透明盈利。这样的方式会迫使投资者思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，而且这种长期的思考角度有助于改善其投资绩效。当然，投资决策的计分板还是股票市值，特别是就长期而言，但股价将取决于公司未来的获利能力。

如果企业的盈利能力短期发生暂时性变化，但并不影响其长期盈利能力，那么巴菲特将继续长期持有。但如果公司长期盈利能力发生根本性变化，巴菲特就会毫无迟疑地卖出。可见，公司价值增值能力的变化趋势是判断持有还是卖出的最关键因素。巴菲特认为，除了公司价值增值能力以外，其他因素如宏观经济、利率、分析师评级等等，都无关紧要。

股市格言

如果你没有持有一种股票 10 年的准备，那么连 10 分钟都不要持有这种股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一点忠告

·短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。

·把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它。

·长线投资更注重理性和客观，而不是激情和感觉。

·如果企业的盈利能力短期发生暂时性变化，但并不影响其长期盈利能力，那么应继续长期持有。

二、长线投资的收益效果

复利是世界第八大奇迹。

——爱因斯坦

对于投资者来说，一时的暴利并不代表他在长期（数年甚至数十年）内的盈利，经常的微利却可以转化成长期内的巨大盈利。决定长期盈利的因素中，再没有比复利更重要的因素了。

富兰克林说："……复利这块神奇的石头是能够把铅变成金子的……记住，金钱是会增值的，钱能生钱，钱能生更多的钱。"

爱因斯坦说："人们所知道的最大奇迹是什么？是复利。"

巴菲特的长期合作伙伴芒格感叹到："如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓。"

1962年在巴菲特合伙公司的年报中，巴菲特推算了1492年西班牙女王如果不支持哥伦布航海而将3万美元以复利进行投资的话，270年后到1962年收益将高达2万亿美元，这个结果让我们对复利的力量大吃一惊。

投资具有长期持续竞争优势的卓越企业，投资者所需要做的只是长期持有，耐心等待股价随着公司成长而上涨。具有持续竞争优势的企业具有超额价值创造能力，其内在价值将持续稳定地增加，相应其股价也将逐步上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在长期投资中，没有任何因素比时间更具有影响力。随着时间的延续，复利的力量将发挥巨大的作用，为投资者实现巨额的税后收益。

复利的力量取得于两个因素：时间的长短和回报率的高低。两个因素的不同使复利带来的价值增值也有很大不同：

·时间的长短——对最终的价值数量产生巨大的影响，时间越长，复利产生的价值增值越多；

·回报率对最终的价值——数量有巨大的杠杆作用，回报率的微小差异将使长期价值产生巨大的差异。

以6%年回报率计算，最初的1美元经过30年后将增值为5.74美元。以10%年回报率计算，最初的1美元经过同样的30年后将增值为17.45美元。4%的微小回报率差异，却使最终价值差异高达3倍。

巴菲特则对复利收益率造成的巨大收益差别进行了分析，他以10%与20%的复利进行了对比："1000美元的投资，收益率为10%，45年后将增值到72800美元，而同样的1000美元在收益率为20%时，经过同样的45年将增值到3675252美元。上述两个数字的差别让我感到非常惊奇，这么巨大的差别，足以激起任何一个人的好奇心。"

需要特别注意的是，自从巴菲特1965年开始管理伯克希尔公司至2004年，39年间伯克希尔复利净资产收益率为22%。也就是说，巴菲特把每1万美元增值到了2593.85万美元。

1994年10月10日，巴菲特在内布拉斯加大学的演讲中对复利作了一个有趣的比喻："复利有点像从山上往下滚雪球。最开始时雪球很小，但是往下滚的时间足够长（从我买入第一只股票至今，我的山坡有53年时间之久），而且雪球黏得适当紧，最后雪球会很大很大。"

长期持有具有持续竞争优势的企业股票，将给价值投资者带来巨大的财富，但其关键在于投资者未兑现的企业股票收益通过复利产生了巨大的长期增值，同时，由于其未兑现收益而推迟缴纳的资本利得税产生了巨大的节税效益。

巴菲特多次强调投资的长期目标是税后复利收益最大化："我们只是持续不断地从不同的投资方式中寻找用数学期望值计算后税后收益最大的方式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



且仅限于我们自认为了解的投资方式，我们的标准不是追求短期的账面盈利最大化，我们的目标是追求长期的净资产值最大化。”

在美国，几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税（Capital gains taxes）。但资本利得税只有在你出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此是否缴纳资本利得税对于投资者来说是可以选择的。投资者既可以选择卖出股票并对获得利润部分缴纳资本利得税，也可以选择不卖出股票从而不缴税。由于存在资本税收，所以投资者在投资中需要将税收考虑在成本之内，追求税后收益的最大化。从这里也可以看出，巴菲特之所以采取长期持有的一个重要原因，是为了尽可能减少缴纳资本利得税，使税后长期收益最大化。

递延税对持有时间长短的不同影响

1989 年，巴菲特在伯克希尔年报中对长期投资由于递延税收而产生的巨大收益进行了比较详细的说明：“大家可以从资产负债表上看到，如果年底我们一口气将所有的有价证券按市价全部出售，那么我们需要支付的资本利得税将高达 11 亿美元，但这 11 亿的负债真的就跟年末后 15 天内要付给厂商的货款完全相同或类似吗？很显然并非如此，尽管这两个项目对经审计的资产净值的影响是相同的，都使其减少了 11 亿美元。”

事实是，巴菲特和他的股东们在很大程度上根本没有抛售股票的打算，所以政府就没有办法征收所得税。那么，递延所得税的负债项目是不是毫无意义的会计虚构呢？答案很显然不是。

巴菲特从经济角度来进行解释，他认为这种资本利得税负债就好像是美国财政部借给我们的无息贷款，而且到期日由他们自己来选择。这种“贷款”还有另外一些特点：它只能被用来购买个别股价不断上涨的股票，而且贷款规模会随着市场价格的每天波动而上下波动，有时也会因为税率变动而变动。

说得明白些，这种递延所得税负债有些类似于一笔非常庞大的资产转让税，只有在投资者们选择从一种资产转向另一种资产时才需要缴纳。实际上，巴菲特在 1989 年出售了一小部分持股，结果是产生的 2.24 亿美元的利润需要缴纳7600万美元的“转让”税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特用伯克希尔的例子来解释税法运作的方式不同而对投资策略的影响，他说："假如伯克希尔只有1美元可用来进行证券投资，但它每年却有1倍的收益，然后我们在每年年底卖出。进一步想象在随后的19年内我们运用税后收益重复进行投资，由于每次出售股票时我们都需要缴纳34%的资本利得税，那么在20年后，我们总共要缴纳给政府13000美元，而我们自己还可以赚到25250美元，看起来还不错。然而要是我们进行了一项梦幻投资，在20年内翻了20倍，我们投入的1美元将会增至1048576美元。当我们将投资变现时，根据34%的税率缴纳约356500美元的资本利得税之后，还能赚到692000美元。之所以会有如此大的投资结果差异，惟一的原因就是纳税的时机不同。有意思的是政府第二种情形下得到的税收与第一种情形下相比约为27∶1，与我们在两种情形下的利润比例完全相同，当然政府必须花费更多的时间等待这笔税金。"

不同周转率、相同税率下的投资税后收益比较

中国目前的印花税在一定程度上代替了资本利得税的部分功能，但从证券市场的长远发展来看，以资本利得税代替证券交易印花税，是避免不了的。因为免征印花税、改征资本利得税，是全球证券交易税制演变的趋势。尽管目前我国不具备开征资本利得税的基础，但从长远看，随着证券市场结构逐步完善、税收征管水平的提高、投资行为日趋理性化，资本利得税必定会出现在中国投资者身边。因此，对中国投资者来说，为了未来取得更好的税后投资收益，必须考虑资本利得税的巨大影响。

但是，只有对不同年投资收益率下的税前和税后回报进行比较，才能更清楚地说明税后收益最大化的极端重要性。假设每年投资收益率分别是10%和15%，持有期限从1年到20年。参考有关资本税收政策，我们假定投资者综合的长期资本利得税率为33%，股票周转率分别为100%、85%、60%、30%、10%、5%、0%，可得到下面的计算数据：

100%的周转率

投资者每年卖出占总投资额100%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。100%的周转率意味着平均持有期限为1年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



85%的周转率

投资者每年卖出占总投资额85%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。85%的周转率意味着平均持有期限为1年2个月。根据晨星（Morningstar）的统计，基金公司管理的共同基金每年周转率平均为85%。

50%的周转率

投资者每年卖出占总投资额50%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。50%的周转率意味着平均持有期限为2年。

30%的周转率

投资者每年卖出占总投资额30%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。30%的周转率意味着平均持有期限为3.3年。

10%的周转率

投资者每年卖出占总投资额10%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。10%的周转率意味着平均持有期限为10年。

5%的周转率

投资者每年卖出占总投资额5%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。5%的周转率意味着平均持有期限为20年，只有很少的基金经理能够保持如此低的周转率。只有那些完全复制标准普尔500指数的指数基金才能做到。

0%的周转率

投资者从不卖出股票，因此不需要缴税，税前与税后收益是相同的。

从上面的计算数据中，我们可以发现，投资者卖出股票的缴税金额在不同的周转率下是不同的，这会对投资者长期的税后财富积累产生巨大的影响。周转率越高，越不利于投资者财富的积累。相反，越低的周转率，越是有利于投资者利用推迟缴税的资金进行再投资，从而增加财富。

股市格言

经常的微利却可以转化成长期内的巨大盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点忠告

·投资具有长期持续竞争优势的卓越企业，投资者所需要做的只是长期持有，耐心等待股价随着公司成长而上涨。

·递延税收会对长期投资产生巨大的收益。

·周转率越低，越有利于投资者财富的积累。长线投资更注重理性和客观，而不是激情和感觉。

三、规避不易做长线的企业

巴菲特成功的投资策略是多方面的，其长线投资的方法对中国目前的市场也是十分有效的。但在现实情况中，还是有很多人去做短线投资，其中的一个重要原因就是长线获利是经历过漫长的市场波动而得来的，其中对投资者心理的考验是非常厉害的，很多人经受不住这种折磨，所以才去做短线。

有人有这样一种误解，认为长线投资者之所以能够长期持仓是因为他能预测到市场的趋势和终点所以才能放心长期持有。实际情况是，长线投资者也不知道市场的未来走势，他只是遵守纪律跟踪趋势。巴菲特也说："我从来没有见过能够预测市场走势的人。"

要想长线投资，投资者最需要具备的是较强的承受力和忍耐力，因为长线投资往往比较追逐趋势，它不重视价格的日内波动，认为价格的日内波动几乎和自己没有关系，也正是这一点会让人觉得你麻木不仁，甚至像个傻子。其实，说得更进一步，长线投资者的痛苦来源于长线投资的风险，那么长线投资的风险有哪些呢？

第一，由于是长线投资，所以市场的大幅波动可以轻松地吃掉原有持仓的大部分利润，最难以忍受的是这种回折往往还是你认为确实要发生的，也就是说你眼睁睁地看到利润回去。

第二，长线投资者要放弃很多认为必然有把握的获利机会而换取长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利润。

第三，长线交易的机会较少，市场一年之中大部分时间都在震荡，震荡之中长线交易者有时一直在亏损，并且往往都是在持仓获利的情况下转为亏损的。

其实，长线交易有一个最大的特点就是亏小赢大，他不重视盈亏的次数比例，而重视盈亏的质量，这是他与短线交易的最本质区别!

通过对巴菲特长线投资原则的了解和对长线投资风险的认识，可以总结一下长线投资的关键，那就是拒绝投资以下十类企业：

·不诚信的公司，其中包括大股东掏空上市公司、虚假陈述、隐瞒应当披露的信息、内幕交易、提供虚假会计信息等等。

·母公司经营不善的公司。上市公司的母公司常被称为集团公司，如果集团公司经营不善，那么上市公司的经营能力也会受到很大的影响，而且掏空上市公司的危险性也会上升。

·5 年内业绩有大幅波动的公司（这一条同时也排除了许多上市时间短的公司)。公司业绩大幅波动说明公司经营不稳定，风险较高。要考察公司的稳定性，5 年时间是必须的。

·整体行业不景气的公司。行业整体不景气，上市公司的经营就会受影响。

·没有主业，或者主业不突出，搞多元化经营的公司。

·业绩平平或比较差的公司。

·企业规模过小的公司。规模过小的上市公司没有形成规模效应，经营成本高、抗风险能力弱。

·无稳定现金分配的公司。稳定的现金分配证明了公司经营的稳定性和业绩的真实性。造假的公司只能造出账面利润而不能造出现金，只能通过送转股分配而不能通过现金分配。

·被媒体质疑的公司。

·庄股、累计涨幅巨大的公司。

那么，符合长线投资的股票有哪些呢？作为长线投资者，最好挑选符合下列四种条件的股票：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选有垄断性的公司，包括地理位置垄断、资源垄断、行政许可垄断、技术垄断等。排位靠前的垄断方式可靠性较高，垄断是超额利润的来源，比如巴菲特所选择的中石油。

选在国际竞争中具有比较优势的产业的公司，比如巴菲特所选择的可口可乐。

选行业龙头公司，比如巴菲特所选择的麦当劳。

股市格言

要想长线投资，投资者最需要具备的是较强的承受力和忍耐力。

一点忠告

· 对投资者来讲，不仅要规避长线投资的风险，还要具备较强的的承受力和忍耐力。

· 长线交易有一个最大的特点就是亏小赢大，他不重视盈亏的次数比例，而重视盈亏的质量。

实例学习：巴菲特投资中石油

除了中石油以外，公司没有购入其他任何一家石油公司的股权。

——沃伦·巴菲特

中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）是在中国石油天然气集团公司1999年重组改制的基础上设立的，并于2000年4月在香港和纽约实现了首次境外上市，但当时仅发行了10%的流通股份。上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以来，中石油稳健务实的经营风格和持续向好的基本面，得到境外投资者的高度认可，公司股价不断回升。2003 年 4 月巴菲特持股后，股价一路攀升。

2005 年 9 月 28 日，中石油的 H 股股价收于 5.85 港元，创下历史新高，这表示中石油市值已经达到 1323 亿美元，超过了全球第二大汽车制造商丰田汽车，成为当时亚洲市值最大的公司。按市值计算中石油已经成为全球第 19 大公司，排名比巴菲特执掌的伯克希尔公司还要高出 3 位，在石油行业公司里，中石油排名第 5 位。

巴菲特管理的伯克希尔公司从 2003 年 4 月初开始持续大笔买入中石油 H 股，截止到 2004 年底，巴菲特共持有中石油 H 股 23.38 亿股，投资成本 4.88 亿美元，2004 年底市值为 12.49 美元，盈利为 7.61 亿美元，两年多投资收益率高达 156%。

在 2005 年 4 月 30 日召开的伯克希尔 2004 年年度股东大会上，巴菲特在回答投资者关于他投资中石油的问题时说：

“几年前，我读了这家公司的年报之后就买进了，这是我们持有的第一只中国股票，也是到目前为止最新的一只。这家公司的石油产量占全球的 3%，这是很大的数量。”

2005 年 3 月 16 日，在中石油 2004 年度业绩公布新闻发布会上，董事长陈耕主动透露该公司著名的“小股东”——美国股神巴菲特对中石油的称赞。

由于巴菲特投资中石油只有两年多的时间，他也没有声明要长期持有中石油，但中石油的确是他在两年内大笔投资且收益率非常高的为数不多的股票，还是他所投资过的为数不多的美国本土以外公司的股票，同时也是他至今惟一持有的中国公司股票。应该引起我们注意的，巴菲特用他的行动表明，中国上市公司中有些优秀企业是值得进行价值投资的，因此我们也将中石油选择为巴菲特持股案例之一进行分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中石油具有长期稳定的业务

中石油自20世纪50年代开始从事各种与石油相关的活动，具有丰富的长期业务经验：

· 原油和天然气的勘探开发和生产；

· 原油和石油产品的炼制、运输，储存和销售；

· 石油化工产品的生产和销售；

· 天然气的运输、经营和销售。

垄断地位形成的垄断特权

中石油是中国最大的原油和天然气生产者。依销售量衡量，中石油是中国最大的公司之一。目前，中石油所有石油天然气储量和产量均在中国范围内。

中石油是中国最大的天然气供应商，目前在天然气供应方面，在向北京、天津、河北省和西部地区等主要市场供应方面几乎没有竞争，只是在四川省与中国新星石油公司存在有限的竞争。中石油正在逐步将天然气业务拓展到中国东部沿海地区，在该地区的市场中公司面临来自于中国海洋石油有限公司的竞争以及较小程度上来自中石化的竞争，但中石油占主导地位的天然气资源基础和在管理长距离管道方面较先进的技术，将使其能够继续保持在中国天然气市场中的主导地位。

2001年12月17日，在美国《石油情报周刊》公布的世界最大50家石油公司名单中，中石油位居第9位，首次跻身于世界10大石油公司行列。中石油的油气总储量在世界石油公司中居第15位，油气总产量居第11位，炼油能力和油品销售量分别居第9位和第19位。在公开上市的石油公司中，中石油排名第5位，仅次于埃克森美孚公司、英荷壳牌公司，BP公司和道达尔菲纳埃尔夫公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具备持续的竞争优势

在巴菲特投资中石油之前，中石油虽然是中国最大的国有石油和天然气公司，但却很少为亚洲之外的人所了解。所以，巴菲特投资中石油引起了人们极大的轰动。

2003年5月3日，巴菲特召开完股东年会的第二天就召集主要股东聚会，公开表示了对亚洲公司的兴趣。他说他一直寻找在亚洲投资的机会。他说，“我们一直在亚洲寻找值得投资的公司，我们对购买亚洲公司的股票持有非常开放的态度，如果可能的话，我们想买整个公司。”2002年致股东的一封信中，巴菲特就指出，在当前的美国市场缺乏投资机会；与此同时，中国经济显现的活力格外引人注目，这是巴菲特把投资目光转向中石油的一个重要原因。

尽管相对于伯克希尔1600多亿美元的资产，投资不足5亿美元于中石油确实是一个小投资，但巴菲特仍然拒绝谈论他投资中石油的原因，他认为谈论股票投资有违他的原则，他更倾向于保守个人的投资策略。巴菲特在伯克希尔2003年度股东大会上明确强调：“我不了解中国所以不会对中国作出什么判断，但是我明白石油行业在中国的前景会好。”

但从巴菲特的投资经历来看，中石油至少在两方面引起了巴菲特的注意，一个是中国规模巨大且不断增长的市场，另一个就是作为中国主要的一体化石油和天然气公司的竞争优势。

最优秀的管理人才管理的上市公司

在巴菲特投资中石油时，马富才为中石油董事长，同时兼任中国石油天然气集团公司总经理。这位优秀的毕业于北京石油学院的高级工程师在中石油天然气行业拥有逾30年的经验。在2005年4月30日召开的伯克希尔2004年度股东大会上，巴菲特在回答投资者问题时对中石油管理能力这样评价说：“中国政府持有中石油90%的股份，我们持有1%，所以我爱开玩笑说在我们两者之间，我们在掌控这个公司。不幸的是我们持有超过了10%的流通股本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候，必须要披露了，我们本打算买入更多的，但是股价涨起来了，管理层运作得很好。”

确实，马富才具备十分突出的管理才能，他一上任就进行了一系列大刀阔斧的改革，其主要举措是加强财务管理，降低财务费用、减员增效、进行股份制改革，进入资本市场。经过一番运作，2000 年 4 月 7 日，中国石油天然气股份有限公司成功筹资 29 亿美元，在纽约证交所和香港联交所同时挂牌上市。

马富才的改革尽管取得了不错的效果，但由于一起事故，2004 年 4 月，国务院同意接受马富才辞去中国石油天然气集团公司总经理职务的请求，同时任命中国石油天然气股份有限公司总裁陈耕为中国石油天然气集团公司总经理。

陈耕在中石油天然气行业也拥有逾 30 年的工作经验。30 多年来，陈耕与中石油在国内南征北战，在海外激烈角逐。凡与他相处过的上下同仁都有这样的看法：陈耕勤于钻研，求真务实，从不自满。

2004 年 5 月，中石油公司先后召开了 2003 年度股东年会和董事会二届六次会议。经董事会选举，全体董事一致同意陈耕任中石油公司董事长，蒋洁敏任副董事长，并聘任蒋洁敏为总裁。

尽管中石油的董事长、总经理等高层管理者发生了重大变化，但中石油公司整个管理却仍然十分稳定，绝大部分管理人员在公司一个或多个业务部门从业超过 15 年，在石油行业拥有丰富的经验。

1989 年创办的《亚洲货币》杂志是伦敦欧洲货币机构投资出版的财经刊物，是亚洲首屈一指的权威性财经月刊，在金融、银行、投资及财经界享有盛誉。2005 年 2 月 24 日在《亚洲货币》举办的“最佳管理公司及最佳企业管治”年度调查与评比中，中石油由于 2004 年度业绩突出，坚持稳健务实的作风，加强公司的生产、经营和财务管理，增强与资本市场的沟通，得到了资本市场的认可，获得中国地区“2004 年度大型公司最佳管理奖”及“2004 年度最佳管理进步奖”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一流的产品盈利能力

巴菲特曾这样评价中石油的盈利规模水平："中石油的市值相当于艾克森美孚的80%。2003年中石油的盈利为120亿美元。2003年在《财富》500家公司的排行榜上只有5个公司获得了这么多的利润。"

确实，自从上市以来，中石油不断扩大核心业务规模，油气勘探接连取得重大突破，石油储量接替率2004年大于1；原油产量保持稳中有升，天然气产量快速增长；原油加工量、成品油及化工产品产销量逐年大幅增长，2004年与上市时相比，原油加工量增长约39%，加油站数量增长129%；西气东输、陕京二线、忠武线等一批重点管道相继建成投产；同时，公司的盈利能力和企业价值不断提升，销售收入从1999年的1817亿元上升到2004年的3886亿元，2005年上半年达到2525亿元，成为亚洲盈利最多的公司。

但是，原油价格近几年持续大幅度上涨是中石油原油收入和盈利持续上涨的最主要原因。2002年，国际原油价格大幅攀升，年初至年末国际原油价格上升16美元/桶，升幅达到87%。2002年美国西得克萨斯中油（wn)、北海布伦特原油（$reld）和米纳斯原油（Minas）全年平均价格分别为26.19美元/桶、25.08美元/桶和25.72美元/桶。国内原油进口量继续增长，2002年中国原油进口数量比上年增长一成五，达到6941万吨。2002年国内原油产量和原油加工量分别达到1.68亿吨和2.06亿吨。

2004年，受世界经济复苏、原油需求大幅增长以及国际政治局势等因素的共同影响，国际原油价格大部分时间在高价位运行，年平均价格有较大幅度上涨。2005年以来，国际油价继续不断攀升，美国遭遇"卡特里娜"飓风后，原油曾涨至每桶70.80美元的历史新高。可以肯定的是，未来全球的高油价现象将会长期化，这对中石油来说，意味着未来可以继续保持高盈利和高增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一流的权益资本盈利能力

由于中石油的主要产品的价格增长、销量增加、财务费用下降，以及上市后有效实行持续重组和低成本策略，使主要业务的生产成本降低，所以实现了盈利的大幅上升。2000年末，中石油净利润552.3亿元，较上年同期增长104.6%，成为H股最赚钱的公司，同时还是亚洲最赚钱的上市公司之一。税前利润比上年同期增长124.61%，资本回报率由上年同期的10.3%增长至15.8%。

在国际石油市场风云动荡的2001年，中石油股份公司再创佳绩，实现利润530亿元。在随后的2002年和2003年，中石油业绩不俗。国际著名评级机构标准普尔发布对中国企业评价报告称，在沪深股市以及香港、美国等地上市的50家中国公司中，中石油成为“盈利最高的企业”。

中石油的内在价值

巴菲特高度赞扬中石油的股息回报水平。2005年3月16日，在中石油2004年度业绩公布新闻发布会上，陈耕讲了巴菲特对其派息政策的赞辞：“中石油全面兑现招股时对投资者所作的承诺，特别是作为一家大公司，制定如此明确的红利政策是不寻常的，贵公司的做法对投资者是非常可贵的。”

2005年4月30日，在召开的伯克希尔2004年度股东大会上，巴菲特在回答投资者问题时对中石油内在价值分析如下：“当我们买这个公司的时候，它的市值为350亿美元，所以我们是以相当于去年盈利的3倍的价钱买入的。中石油没有使用那些财务杠杆，它派发盈利的45%作为股息。基于我们的购买成本，我们获得了15%的现金股息收益率。”

可见，巴菲特主要根据中石油稳定的现金股息收益率就作出了价值判断，能够稳定地获得15%的投资收益率，便中石油成为巴菲特非常理想的投资目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在美国无法得到的投资良机

2003年12月23日，中石油川东钻探公司发生特大井喷事故，中石油的股价急转而下，连续多个交易日下跌。这时，作为合作伙伴的英国石油公司在不久后宣布将所持有的2%的中石油股票出售，当日中石油股价下跌了5.3%。2004年1月13日，花旗集团和标准普尔证券分别发布研究报告，前者认为投资者对该股应“进一步减持”，后者对其作出“避免沾手”的投资评级。这些都让中石油雪上加霜，股价急剧下降。

而从2003年4月初开始到4月24日，巴菲特共持有中石油23.38亿股，占中石油全部发行的H股股本的13.35%，总投资4.88亿美元。在英国石油公司转让其持股后巴菲特成为中石油的第二大股东。

2002年，中石油曾经便宜得难以想象，资产收益率高达10%，市盈率仅是5倍。这样的投资机会真是千载难逢，不久以后，股票的价格就回到了10余倍市盈率的水平，但在巴菲特购买时这家几乎垄断了中石油资源的企业价值还是远远被低估。

2003年4月24日，这是巴菲特最后一次，也是一次买入最多中石油股票的日子，恰是中石油除息日，每股派人民币0.069951元，加上中石油年中派息，2003年度全年派息197亿元，每股0.12元。再加上不到7倍的市盈率，而国外石油股都有十几倍的市盈率，并且中石油股息回报率达5%~6%，与国外同行持平，而美国S&P500指数股平均高达20多倍的市盈率。无论是和香港其他H股公司相比还是跟美国的能源公司相比，中石油都具有相当大的安全边际，以至于查理·芒格感叹巴菲特买入中石油的巨大安全边际时说：“如果一直有这样的投资机会出现，生活该多美好啊。”

投资中石油公司收益

投资4.88亿美元，2年盈利7.61亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中石油公司分析模式

长期稳定业务：50 年石油行业经验；
经济特许权：垄断地位形成的垄断特权；
持续竞争优势：高成长市场下的高成长企业；
产品盈利能力：500 强企业中盈利能力前 5 名；
权益资本盈利能力：亚洲最赚钱的上市公司；
留存收益盈利能力：1 美元留存收益创造 3.12 美元市值增长；
安全边际：巴菲特在美国无法得到的投资良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

[1] (美) 珍妮·特洛尔 著，马强，蔡挺 译. 沃伦·巴菲特如是说 [M]. 海南：海南出版社，1998 年.

[2] (美) 罗杰·洛文斯坦 著，顾宇杰等译. 一个美国资本家的成长——世界首富沃伦巴菲特传 [M]. 海南：海南出版社，1997 年.

[3] (美) 格雷厄姆 著，王大勇，包文彬 译. 格雷厄姆投资指南 [M]. 江苏：江苏人民出版社，2001 年

[4] 安德鲁·基尔帕特里克 著，何玉柱，刘寅龙 译. 投资圣经：巴菲特的真实故事 [M]. 北京：机械工业出版社，2007 年.

[5] (美) 罗伯特·海格士多姆 著，朱武祥，樊永 译. 沃伦·巴菲特之路 [M]. 北京：清华大学出版社，1998 年 1 月.

[6] 蒂默西·韦克. 巴菲特如何选择成长股 [M]. 北京：中国财政经济出版社，2002 年 5 月.

[7] 刘建位. 巴菲特如何选择超级明星股 [M]. 北京：机械工业出版社，2006 年 1 月.

[8] (美) 沃伦·巴菲特 著，陈鑫 译. 巴菲特致股东的信 [M]. 北京：机械工业出版社，2004 年 1 月.

[9] 刘建位. 巴菲特股票投资策略 [M]. 北京：机械工业出版社，2005 年 6 月.

[10] 凡禹. 沃伦·巴菲特的投资金律 [M]. 台湾：海鸽文化出版图书有限公司，2005 年 7 月.

[11] 理查·席蒙斯 著，范振光 译. 巴菲特投资手册 [M]. 台湾：财讯出版社股份有限公司，1995 年 5 月.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·股市有风险　入市须谨慎·

像巴菲特一样炒股

沃伦·巴菲特——股市中惟一被称为“神”的人。

沃伦·巴菲特的投资生涯始于11岁，迄今个人财富已达数百亿美元。

沃伦·巴菲特是一位极富传奇色彩的股市投资奇才，与众多华尔街的暴利神话不同，从不以牟取暴利为目标的巴菲特却创造了真正的神话。

沃伦·巴菲特像希腊神话中的迈达斯神，有点石成金术，在不到半个世纪的时间里，他缔造了数以万计的百万富翁，他的资本金扩大了3万多倍，而同期的道琼斯30种工业股票平均价格指数仅仅上升了约11倍，以至于他的健康状况会直接影响到股市行情的涨落。

本书以通俗易读的语言揭示了他的投资策略和选股原则，并且对他投资伯克希尔、GEICO、《华盛顿邮报》、可口可乐、吉列、中石油等企业进行了生动详实的描写。

本书抛开了复杂的理论陈述和枯涩的技术分析，而是将“股神”的经验转化为可以直接运用的技巧，具有很强的实用性。

ISBN 978-7-80218-267-7



定价：20.00元